

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS**

**FELIPE DELGADO**

**CAPITAL DE GIRO E ESTRUTURA DE CAPITAL: UM ESTUDO COM EMPRESAS  
DE VAREJO LISTADAS NA BOLSA DE VALORES**

**Porto Alegre**

**2017**

**FELIPE DELGADO**

**CAPITAL DE GIRO E ESTRUTURA DE CAPITAL: UM ESTUDO COM EMPRESAS  
DE VAREJO LISTADAS NA BOLSA DE VALORES**

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Roberto Lamb

**Porto Alegre**

**2017**

**FELIPE DELGADO**

**CAPITAL DE GIRO E ESTRUTURA DE CAPITAL: UM ESTUDO COM EMPRESAS  
DE VAREJO LISTADAS NA BOLSA DE VALORES**

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Aprovado em: 13 de Dezembro de 2017.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Me. Roberto Lamb – Orientador  
UFRGS

---

Prof. Dr. Guilherme Kirch  
UFRGS

## **RESUMO**

O presente trabalho analisa o capital de giro e a estrutura de capital das principais empresas do varejo brasileiro listadas na Bolsa de Valores entre os anos de 2010 e 2016. As empresas varejistas analisadas foram as seguintes: Arezzo Indústria e Comércio S.A., Alpargatas S.A., Lojas Renner S.A, Guararapes Confecções S.A. (Riachuelo), B2W Digital, Magazine Luiza S.A, Lojas Americanas S.A. e Via Varejo S.A.. A escolha das empresas se deu pela representatividade que possuem nos segmentos em que atuam e por seu destaque no mercado brasileiro. A análise foi realizada comparando as empresas com seus respectivos pares de mercado identificando, através dos indicadores financeiros, a liquidez e o grau de endividamento de cada organização. Os dados utilizados neste estudo foram obtidos na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão e na área de relação com investidores dos sites das empresas.

**Palavras-chave:** Capital de Giro. Estrutura de Capital. Comércio Varejista.

## **ABSTRACT**

This study analyzes the working capital and capital structure of the main brazilian retail companies listed on the Stock Exchange between 2010 and 2016. The analyzed retail companies were as follows: Arezzo Indústria e Comércio S.A., Alpargatas S.A., Lojas Renner S.A., Guararapes Confecções S.A. (Riachuelo), B2W Digital, Magazine Luiza S.A., Lojas Americanas S.A. and Via Varejo S.A. The choice of the companies was due to their representativeness in the segments in which they operate and their prominence in the brazilian market. The analysis was performed comparing the companies with their respective market pairs identifying, through the financial indicators, the liquidity and the level of indebtedness of each organization. The data used in this study were obtained at B3 S.A. - Brazil, Bolsa, Balcão and in the investor relations area of the companies' websites.

.

**Keywords:** Working Capital. Capital Structure. Retail Trade.

## LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1 – Capital de Giro .....	19
Equação 2 – Capital Circulante Líquido .....	20
Equação 3 – Necessidade de Capital de Giro.....	23
Equação 4 – Índice de Endividamento Total .....	34
Equação 5 – Índice Dívida/Capital Próprio .....	35
Equação 6 – Índice de Endividamento de Longo Prazo .....	35
Equação 7 – Índice de Endividamento de Curto Prazo .....	36
Equação 8 – Retorno Sobre o Ativo .....	37
Equação 9 – Retorno Sobre o Patrimônio Líquido .....	38

## LISTA DE FIGURAS

Figura 2 - Decomposição do capital total da empresa .....	29
Figura 1 – Insolvência por falta de capital .....	32

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Insolvência por falta de fluxo de caixa .....	33
Gráfico 2 – Relação entre PIB, Consumo das famílias e varejo total entre 2001 e 2016 .....	45
Gráfico 3 – Evolução do Capital de Giro e Necessidade de Capital de Giro Arezzo S.A. <i>versus</i> Alpargatas S.A. ....	52
Gráfico 4 – % Capital de Giro/Ativo Total Arezzo S.A. <i>versus</i> Alpargatas S.A.....	53
Gráfico 5 – Evolução do Endividamento Total Arezzo S.A <i>versus</i> Alpargatas S.A. ..	54
Gráfico 6 – Relação Dívida/Capital Próprio Arezzo S.A <i>versus</i> Alpargatas S.A.....	55
Gráfico 7 – Evolução do Endividamento de Curto e Longo Prazo Arezzo S.A <i>versus</i> Alpargatas S.A. ....	56
Gráfico 8 – Indicadores de rentabilidade Arezzo S.A. <i>versus</i> Alpargatas S.A.....	58
Gráfico 9 – Evolução do Capital de Giro e Necessidade de Capital de Giro Lojas Renner S.A. <i>versus</i> Guararapes S.A.....	59
Gráfico 10 – Evolução das relações NCG/Vendas, CDG/Vendas e ST/Vendas da Guararapes S.A.....	60
Gráfico 11 – % Capital de Giro/Ativo Total Lojas Renner S.A. <i>versus</i> Guararapes S.A. ....	61
Gráfico 12 – Evolução do Endividamento Total Lojas Renner S.A <i>versus</i> Guararapes S.A. ....	63
Gráfico 13 – Relação Dívida/Capital Próprio Lojas Renner S.A <i>versus</i> Guararapes S.A. ....	64
Gráfico 14 – Evolução do Endividamento de Curto e Longo Prazo Lojas Renner S.A <i>versus</i> Guararapes S.A. ....	66
Gráfico 15 – Indicadores de rentabilidade Lojas Renner S.A. <i>versus</i> Guararapes S.A. ....	67
Gráfico 16 – Evolução do Capital de Giro e Necessidade de Capital de Giro B2W Digital <i>versus</i> Magazine Luiza S.A. ....	68
Gráfico 17 – Evolução das relações NCG/Vendas, CDG/Vendas e ST/Vendas do Magazine Luiza S.A. ....	69
Gráfico 18 – % Capital de Giro/Ativo Total B2W Digital <i>versus</i> Magazine Luiza S.A. ....	71

Gráfico 19 – Evolução do Endividamento Total B2W Digital <i>versus</i> Magazine Luiza S.A. ....	72
Gráfico 20 – Relação Dívida/Capital Próprio B2W Digital <i>versus</i> Magazine Luiza S.A. ....	74
Gráfico 21 – Evolução do Endividamento de Curto e Longo Prazo B2W Digital <i>versus</i> Magazine Luiza S.A. ....	77
Gráfico 22 – Indicadores de rentabilidade B2W Digital <i>versus</i> Magazine Luiza S.A.	78
Gráfico 23 – Evolução do Capital de Giro e Necessidade de Capital de Giro Lojas Americanas S.A. <i>versus</i> Via Varejo S.A. ....	80
Gráfico 24 – Evolução das relações NCG/Vendas, CDG/Vendas e ST/Vendas da Via Varejo S.A. ....	81
Gráfico 25 – % Capital de Giro/Ativo Total Lojas Americanas S.A. <i>versus</i> Via Varejo S.A. ....	83
Gráfico 26 – Evolução do Endividamento Total Lojas Americanas S.A <i>versus</i> Via Varejo S.A. ....	84
Gráfico 27 – Relação Dívida/Capital Próprio Lojas Americanas <i>versus</i> Via Varejo S.A. ....	86
Gráfico 28 – Evolução do Endividamento de Curto e Longo Prazo Lojas Americanas S.A. <i>versus</i> Via Varejo S.A. ....	88
Gráfico 29 – Indicadores de rentabilidade Lojas Americanas S.A. <i>versus</i> Via Varejo S.A. ....	90



## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Contas operacionais do circulante .....	23
Quadro 2 - Comparativo entre Arezzo S.A. e AlpargatasS.A. ....	48
Quadro 3 - Comparativo entre Lojas Renner S.A. e Guararapes S.A. ....	49
Quadro 4 - Comparativo entre B2W Digital e Magazine Luiza S.A. ....	49
Quadro 5 - Comparativo entre Lojas Americanas S.A. e Via Varejo S.A. ....	50

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Demonstração do Resultado do Exercício – Arezzo S.A. ....	99
Tabela 2 - Balanço Patrimonial – Arezzo S.A. (em milhares de reais) .....	100
Tabela 3 - Demonstração do Resultado do Exercício – Alpargatas S.A. ....	101
Tabela 4 - Balanço Patrimonial – Alpargatas S.A. (em milhares de reais) .....	102
Tabela 5 - Demonstração do Resultado do Exercício – Lojas Renner S.A. ....	103
Tabela 6 - Balanço Patrimonial – Lojas Renner S.A. (em milhares de reais) .....	104
Tabela 7 - Demonstração do Resultado do Exercício – Guararapes S.A. ....	105
Tabela 8 - Balanço Patrimonial – Guararapes S.A. (em milhares de reais) .....	106
Tabela 9 - Demonstração do Resultado do Exercício – B2W Digital.....	107
Tabela 10 - Balanço Patrimonial – B2W Digital (em milhares de reais) .....	108
Tabela 11 - Demonstração do Resultado do Exercício – Magazine Luiza S.A. ....	109
Tabela 12 - Balanço Patrimonial – Magazine Luiza (em milhares de reais) .....	110
Tabela 13 - Demonstração do Resultado do Exercício – Lojas Americanas S.A. ...	111
Tabela 14 - Balanço Patrimonial – Lojas Americanas S.A. (em milhares de reais) .	112
Tabela 15 - Demonstração do Resultado do Exercício – Via Varejo S.A. ....	113
Tabela 16 - Balanço Patrimonial – Via Varejo S.A. (em milhares de reais) .....	114

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>13</b>
1.1	OBJETIVOS.....	15
1.1.1	Objetivo Geral .....	15
1.1.2	Objetivos Específicos.....	15
1.2	JUSTIFICATIVA.....	15
<b>2</b>	<b>REVISÃO TEÓRICA.....</b>	<b>17</b>
2.1	GESTÃO DO CAPITAL DE GIRO .....	17
2.1.1	Capital de Giro .....	18
2.1.2	Capital Circulante Líquido .....	20
2.1.3	Necessidade de Capital de Giro .....	22
2.1.4	Efeito Tesoura.....	25
2.2	ESTRUTURA DE CAPITAL .....	27
2.2.1	Capital Próprio e Capital de Terceiros .....	29
2.2.2	Alavancagem Financeira.....	30
2.2.3	Dificuldades Financeiras.....	31
2.3	INDICADORES DE ESTRUTURA DE CAPITAL .....	33
2.3.1	Índice de Endividamento Total .....	34
2.3.2	Índice Dívida/Capital Próprio .....	34
2.3.3	Índice de Endividamento de Longo Prazo.....	35
2.3.4	Índice de Endividamento de Curto Prazo .....	36
2.4	INDICADORES DE RENTABILIDADE.....	36
2.4.1	Retorno sobre o Ativo .....	37
2.4.2	Retorno sobre o Patrimônio Líquido.....	37
<b>3</b>	<b>METODOLOGIA.....</b>	<b>39</b>
3.1	CLASSIFICAÇÃO E MÉTODO DE PESQUISA.....	39

3.2	UNIVERSO E AMOSTRA .....	40
3.3	ANALISE DOS DADOS .....	40
<b>4</b>	<b>CARACTERIZAÇÃO DO SETOR .....</b>	<b>43</b>
4.1	VAREJO BRASILEIRO: CONCEITO E VISÃO GERAL.....	43
4.2	GESTÃO FINANCEIRA DO VAREJO.....	46
4.3	HISTORICO DAS EMPRESAS ESTUDADAS .....	47
<b>5</b>	<b>ANALISE DOS RESULTADOS.....</b>	<b>51</b>
5.1	AREZZO S.A. E ALPARGATAS S.A.....	51
5.2	LOJAS RENNER S.A. E GUARARAPES CONFECÇÕES S.A. ....	58
5.3	B2W DIGITAL E MAGAZINE LUIZA S.A. ....	67
5.4	LOJAS AMERICANAS S.A. E VIA VAREJO S.A.....	80
<b>6</b>	<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>92</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>97</b>
	<b>ANEXO A – DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS AREZZO S.A.....</b>	<b>99</b>
	<b>ANEXO B – DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS ALPARGATAS S.A.....</b>	<b>101</b>
	<b>ANEXO C – DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS LOJAS RENNER S.A.....</b>	<b>103</b>
	<b>ANEXO D – DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS GUARARAPES S.A. ....</b>	<b>105</b>
	<b>ANEXO E – DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS B2W S.A.....</b>	<b>107</b>
	<b>ANEXO F – DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS MAGAZINE LUIZA S.A. ....</b>	<b>109</b>
	<b>ANEXO G – DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS LOJAS AMERICANAS S.A. ...</b>	<b>111</b>
	<b>ANEXO H – DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS VIA VAREJO S.A. ....</b>	<b>113</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Considerado como um canal de distribuição de produtos pela literatura tradicional, o varejo ganhou destaque nas últimas décadas, tendo em vista sua posição estratégica na distribuição de produtos e sua proximidade junto aos consumidores finais. O padrão de crescimento do varejo brasileiro acompanhou as tendências de globalização econômica que, por sua vez, promoveram a ampliação dos mercados e o acirramento da concorrência no setor.

O varejo brasileiro é um dos setores mais dinâmicos da economia. Com uma receita anual de vendas, em 2016, superior a R\$ 562 bilhões, 1,8 milhão de estabelecimentos comerciais e mais de 17 milhões de empregos gerados, as atividades varejistas desempenham um importante papel nos indicadores econômicos do país, representando 20,84% do PIB brasileiro (SBVC, 2017)<sup>1</sup>.

Parente e Barki (2014) afirmam que o setor varejista tem apresentado profundas transformações nos últimos anos em decorrência do desenvolvimento de novas estratégias competitivas para garantir maior lucratividade e crescimento no mercado. Nesse âmbito, o grande impulso das líderes do setor de varejo para a expansão foi através da abertura de capital, que propiciou às empresas obterem recursos com taxas mais acessíveis e, assim, acelerar o seu crescimento. Dessa forma, a abertura de capital tem sido um movimento historicamente comprovado de fomento à expansão dos grandes grupos empresariais do varejo brasileiro na busca por maior atuação tanto em nível nacional como internacional.

Matar (2011) afirma que diante da elevada concorrência e transformação que vem sendo observada no setor, a sobrevivência no curto e longo prazo das empresas varejistas estará condicionada a eficiência na gestão dos seus recursos financeiros. Essa gestão envolve tanto uma postura austera de caixa com redução de custos, como a capacidade de administrar as fontes de recursos que as empresas utilizam para financiar seus investimentos, ou seja, a sua estrutura de capital. A diferença entre ganhar ou perder, portanto, está atrelada à utilização ou não desse conjunto de estratégias.

Dessa forma, a eficiência na gestão financeira apresenta-se como condição necessária para a continuidade dos negócios das empresas do varejo, uma vez que

---

<sup>1</sup> Disponível em: <<http://sbvc.com.br/wp-content/uploads/2017/08/Ranking.pdf>>. Acesso em 12 nov. 2017.

esse segmento opera com margens líquidas muito pequenas, fazendo com que uma alteração na sua estrutura financeira possa resultar em resultados negativos.

Diante deste contexto, este estudo realizou análises comparativas entre algumas das principais empresas do varejo brasileiro, identificando diferenças e/ ou semelhanças entre elas sob a ótica do seu capital de giro e da sua estrutura de capital. Para tanto, delimitou-se o escopo de análise em um número de oito empresas do setor varejista que possuem capital aberto. Dentro das premissas iniciais, o trabalho foi dividido em quatro capítulos além da presente introdução.

No segundo capítulo, apresentam-se os conceitos referentes ao do capital de giro e de estrutura de capital, bem como os indicadores utilizados para realizar os cálculos. O terceiro capítulo aborda a metodologia aplicada ao trabalho, ou seja, o método de pesquisa utilizado, a amostra analisada, a fonte de dados e o método empregado para analisa-los. No quarto capítulo, foi realizada uma análise geral do segmento varejista, apresentando um breve panorama sobre a história do varejo no Brasil. Ademais, discorreu-se sobre a gestão financeira no varejo e, posteriormente, foi apresentado um resumo das oito empresas analisadas.

O quinto e último capítulo se dedica às análises acerca do capital de giro e da estrutura de capital das empresas, comparando-as com seus respectivos pares de mercado. Ao utilizar o método de análise por pares, espera-se que o trabalho ganhe profundidade ao comparar *players* semelhantes, usando as mesmas ferramentas de análise, sob os mesmos critérios de avaliação para ambas. Por fim, expõem-se as considerações finais.

## 1.1 OBJETIVOS

### 1.1.1 Objetivo Geral

O presente trabalho tem por objetivo analisar o capital de giro e a composição da estrutura de capital das principais empresas do varejo brasileiro listadas na Bolsa de Valores, entre os anos de 2010 e 2016.

### 1.1.2 Objetivos Específicos

- a) Comparar o capital de giro em relação à necessidade de capital de giro e ao ativo total das empresas varejistas, verificando qual delas possui maior liquidez.
- b) analisar o endividamento total das empresas no período de estudo, identificando a proporção de recursos próprios e de terceiros utilizados na sua estrutura de capital;
- c) analisar a relação entre a dívida total e o patrimônio líquido das empresas, comparando-as com seus respectivos pares;
- d) diagnosticar entre as empresas analisadas qual possui maior endividamento;
- e) verificar a composição do endividamento com relação às dívidas de curto prazo e longo prazo das empresas no período de estudo;
- f) verificar os principais indicadores de rentabilidade das empresas escolhidas.

## 1.2 JUSTIFICATIVA

O modo como uma empresa financia suas operações (a questão da estrutura de capital) e como ela administra suas atividades operacionais de curto prazo (a questão do capital de giro) são questões que definem os negócios da empresa. O tema capital de giro é, sem dúvidas, um dos mais importantes dentro do contexto das decisões financeiras, uma vez que é através destes recursos que a organização financia o seu crescimento. Da mesma forma, analisar a estrutura de capital é fundamental para compreender como as empresas financiam seus

investimentos através da combinação de recursos dos acionistas e de recursos de terceiros.

Esta análise é uma extensão de um estudo anteriormente elaborado pelo autor sobre o tema “fusões e aquisições e concentração de mercado no varejo brasileiro” <sup>2</sup>, apresentado como trabalho de conclusão de graduação do curso de Economia nesta universidade. Esta análise traz uma abordagem prática no que diz respeito ao contexto da gestão financeira dessas organizações, que envolvem decisões tanto do volume de capital de giro que devem manter como a quantidade que devem utilizar de recursos próprios e de terceiros na sua estrutura de capital.

Embora as empresas varejistas escolhidas possuam demonstrações financeiras públicas, por se tratar de empresas com capital aberto, poucas análises compreendem o estudo acerca do tema a que se refere este trabalho. Desta forma, identificou-se uma importante necessidade de se verificar como as empresas varejistas administram seu capital de giro, bem como a composição das suas estruturas de capital, contribuindo com a literatura financeira com relação a estes temas.

Dessa forma, as metodologias de análise utilizadas nas empresas pesquisadas podem ser replicadas para outras organizações a fim de avaliar as suas situações de liquidez e endividamento e como elas gerenciam financeiramente seus negócios. Além disso, este estudo, por analisar empresas varejistas de diferentes segmentos, contribui para a literatura sobre varejo permitindo uma visão abrangente sobre o setor. O trabalho traz sua contribuição também sob o ponto de vista prático, podendo ser utilizado por outras empresas do setor de varejo ou por investidores que desejam investir seus recursos nessas organizações.

---

<sup>2</sup> Delgado (2014).



## 2 REVISÃO TEÓRICA

### 2.1 GESTÃO DO CAPITAL DE GIRO

A gestão das finanças de curto prazo está entre as decisões estratégicas mais importantes de uma empresa. Esse escopo de decisões engloba aspectos fundamentais de como ela administra os recursos financeiros necessários à sua atividade operacional; tanto no que diz respeito ao uso desses recursos quanto às fontes utilizadas para financiar a sua operação.

Gitman (2010), afirma que o objetivo da administração financeira de curto prazo é gerenciar cada elemento do ativo e do passivo circulante para atingir um equilíbrio entre rentabilidade e risco que contribua positivamente para o valor da empresa. Ross *et al.* (2015), apontam que a gestão financeira de curto prazo pode ser chamada também de administração de capital de giro ou de administração do circulante e salientam que:

A diferença mais importante entre finanças de curto e de longo prazo está na distribuição dos fluxos de caixa no tempo. As decisões financeiras de curto prazo em geral, envolvem entradas e saídas de caixa que ocorrem no prazo de um ano. Por exemplo, uma empresa toma decisões financeiras de curto prazo quando encomenda matéria-prima paga à vista e prevê receber em até um ano o caixa da venda dos produtos acabados. Já as decisões financeiras de longo prazo estão envolvidas quando uma empresa compra uma máquina especial que reduzirá os custos operacionais nos próximos cinco anos. (ROSS *et al.*, 2015, p. 930).

Segundo Assaf Neto e Silva (2012), o capital de giro (CGD) tem participação relevante no desempenho operacional das empresas, representando mais da metade de seus ativos totais investidos. Diante do seu contexto de mercado, as empresas elaboram estratégias operacionais em relação ao seu capital de giro, avaliando permanentemente seus investimentos correntes e escolhendo os passivos mais adequados. No que se refere à decisão sobre o CDG, os autores ressaltam que:

A importância e o volume do capital de giro para uma empresa são determinados principalmente pelo volume de vendas, o qual é lastreado pelos estoques, volumes a receber e caixa; sazonalidades dos negócios, que determina variações nas necessidades de recursos ao longo do tempo; fatores cíclicos da economia, como recessão, comportamento do mercado, etc., tecnologia, (...); e políticas de negócios, centradas em alterações nas condições de venda, crédito e produção (ASSAF NETO e SILVA, 2012, p.2).

Desta forma, a gestão do capital de giro está inserida no contexto das decisões financeiras da empresa, permitindo melhor entendimento de como elas geram, aplicam e gerenciam seus recursos financeiros. Para Assaf Neto e Silva (2012), uma administração desajustada desses recursos pode resultar em sérios problemas financeiros para a empresa, contribuindo diretamente para a formação de uma situação de insolvência. A seguir são apresentados os principais indicadores utilizados na gestão do capital de giro e que, posteriormente, serão utilizados nas análises do trabalho.

### **2.1.1 Capital de Giro**

A definição de capital de giro é algo confuso na literatura financeira. Alguns autores abordam o tema capital de giro com o foco centrado no capital circulante líquido, tratando os dois conceitos como sinônimos. Entretanto, apesar de possuírem valores numéricos iguais, esses termos possuem significados distintos. Enquanto o capital circulante líquido é uso de recursos, o capital de giro é fonte de recursos para as operações circulantes, estando sua origem no passivo não circulante e no patrimônio líquido. Abaixo, são apresentados os conceitos de capital de giro sob a abordagem de diferentes autores.

Segundo Assaf Neto e Silva (2012) o capital de giro (CDG) ou capital circulante é representado pelo ativo circulante, ou seja, pelas aplicações correntes, geralmente identificadas pelas disponibilidades, valores a receber e estoques. De maneira mais ampla, o CDG representa os recursos necessários para financiar as atividades operacionais de uma empresa desde a aquisição de matérias primas ou mercadorias até o recebimento pela venda do produto acabado. De acordo com os autores, o termo giro refere-se aos recursos de curto prazo da empresa que são capazes de serem convertidos em caixa no prazo máximo de um ano, cujos elementos são identificados no ativo e no passivo circulante. Gitman (2010), pela mesma vertente, complementa a definição de capital de giro como:

O ativo circulante, comumente chamado de capital de giro, representa a porção do investimento que circula, de uma forma para outra, na condução normal dos negócios. Esse conceito abrange a transição corrente de caixa para estoques, destes para os recebíveis e de volta para caixa. Na qualidade de caixa, os títulos negociáveis também são considerados parte do capital de giro. (GITMAN, 2010, p. 547).

Ross *et al.* (2015), por outro lado, abordam o conceito de CDG com o foco na origem de recursos, ou seja, na existência de recursos de longo prazo para financiar o ciclo financeiro. Estes autores, afirmam que o CDG representa a fonte de recursos utilizados para financiar o giro das operações da empresa. O CDG, desta forma, tem origem no conjunto das fontes de longo prazo (não circulantes), ou seja, no passivo não circulante e no patrimônio líquido. Ross *et al.* (2015) definem o capital de giro através da seguinte expressão:

$$\text{Capital de Giro (CDG)} = (\text{PNC} + \text{PL}) - (\text{ANC}) \quad (1)$$

Onde:

PNC = Passivo Não Circulante

PL = Patrimônio Líquido

ANC = Ativo Não Circulante

A Equação (1) demonstra que o CDG é constituído pelos recursos aportados pelos sócios – patrimônio líquido – e pelos recursos provenientes de empréstimos e financiamentos de longo prazo – passivo não circulante – que não estejam financiando o ativo não circulante, encontrando-se assim disponíveis para financiar o giro das operações (ROSS *et al.*, 2015). Desta forma, o CDG é utilizado para financiar os estoques e as contas a receber que não possuem financiamento suficiente dos fornecedores e de outras contas operacionais do passivo circulante.

Assaf Neto e Silva (2012) afirmam que os elementos que compõe o ativo circulante não costumam apresentar a mesma sincronização temporal em seus níveis de atividade. Isto quer dizer que as atividades de produção, vendas e recebimentos não ocorrem ao mesmo tempo, fazendo-se necessário o conhecimento integrado de suas evoluções para se dimensionar o volume de investimento necessário em capital de giro. O montante de recursos é determinado pelo nível de atividade operacional da empresa, isto é, pelo seu volume de produção e vendas. É importante ressaltar que a necessidade de manter estoques, atrasos nos recebimentos e as políticas de créditos da empresa são variáveis que dependem das vendas e que, por consequência, afetam o CDG.

Gitman (2010), de maneira semelhante, afirma que as saídas de caixa de uma empresa são mais previsíveis do que os seus fluxos de entrada de caixa, uma vez que a empresa sabe quando será devido o pagamento de uma obrigação

contraída. Deste modo, quanto mais previsíveis forem as entradas de caixa, menor será o nível de capital de giro mantido pela empresa. Entretanto, como as empresas não conseguem conciliar perfeitamente tais fluxos, torna-se necessário manter um volume suficiente de capital de giro para cobrir as saídas associadas ao seu passivo circulante. Desta forma, a definição do volume de recursos aplicados em capital de giro é uma tarefa que afeta sensivelmente o sucesso do negócio, exercendo influência direta sobre a rentabilidade e a liquidez das empresas.

Assaf Neto e Silva (2012) afirmam que para buscar o equilíbrio financeiro, toda empresa deve manter um nível satisfatório de capital de giro de modo a garantir a sustentação da sua atividade operacional. Esse equilíbrio é verificado quando suas obrigações financeiras encontram-se lastreadas em ativos com prazos de conversão em caixa similares aos dos passivos, ou seja, quando a liquidez dos ativos está vinculada aos desembolsos demandados pelos passivos.

Portanto, para que uma empresa possa financiar as suas atividades operacionais e garantir seu crescimento são necessários recursos financeiros que sustentem a operação até o efetivo recebimento das vendas realizadas. Esses recursos de capital de giro podem ou não ser suficientes para suprir as necessidades de caixa da empresa e, caso não sejam, o volume faltante terá que ser captado através de empréstimos, garantindo a capacidade de pagamento da empresa.

### **2.1.2 Capital Circulante Líquido**

Segundo Matarazzo (2017), o capital circulante líquido (CCL) é obtido pela diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante, refletindo a folga financeira da empresa. Assaf Neto e Silva (2012) apontam que o CCL representa o volume de recursos de longo prazo (exigibilidades e patrimônio líquido) que se encontra financiando os ativos correntes, ou seja, de curto prazo. De acordo com os autores, o CCL é obtido através da seguinte expressão:

$$CCL = \textit{Ativo Circulante} - \textit{Passivo Circulante} \quad (2)$$

Segundo Ross *et al.* (2015), o ativo circulante é composto pelo caixa e por outros ativos que se espera converter em caixa durante o ano. Entre os principais itens dessa conta, encontram-se o caixa e equivalentes<sup>3</sup>, aplicações em ativos financeiros, contas a receber e estoques. No passivo circulante, por sua vez, encontram-se as obrigações de curto prazo, que exigem o pagamento dentro de um ano e que compreende os seguintes itens: contas a pagar aos fornecedores, despesas (incluindo provisões para salários, impostos e contribuições), e as dívidas por empréstimos e financiamentos com vencimento em até um ano.

Segundo Assaf Neto (2015), a Equação (2) pode resultar em três condições financeiras diferentes para a empresa, que são:

- a) **CCL positivo:** indica que os recursos de longo prazo (próprio ou de terceiros) estão financiando os ativos de giro. Quanto maior este saldo, menor a dependência de fontes de curto prazo para financiar o ativo circulante. Essa condição demonstra maior folga financeira para a empresa;
- b) **CCL nulo:** indica que a empresa não apresenta folga financeira, estando as necessidades de investimentos circulantes (curto prazo) sendo financiadas por fontes de recursos de mesma maturidade. Essa condição, entretanto pode comprometer o equilíbrio financeiro<sup>4</sup>.
- c) **CCL negativo:** ocorre quando o passivo circulante é maior que o ativo circulante. Indica que os recursos de longo prazo (não circulantes) são insuficientes para cobrir suas aplicações de longo prazo, devendo a empresa utilizar recursos do passivo circulante para tal fim.

Segundo Gitman (2010) o CCL, além de ser uma medida de liquidez da empresa, também representa um indicador de risco. Desta forma, quanto maior o volume de CCL mantido pela empresa, maior será a sua liquidez e, conseqüentemente, mais baixo é o seu risco de insolvência. Em contrapartida, um

---

<sup>3</sup> Equivalentes de caixa são aplicações financeiras de curto prazo, de alta liquidez, que são prontamente conversíveis em montante conhecido de caixa e que estão sujeitas a um insignificante risco de mudança de valor (CPC, 2010).

<sup>4</sup> Apesar desta aparente compensação, empresas com CCL nulo geralmente apresentam desequilíbrios financeiros resultado pela necessidade de manterem um nível mínimo em giro. Parte desse capital de giro mínimo (de natureza permanente) pode estar sendo financiado por dívidas de curto prazo sujeitas renovações periódicas (ASSAF NETO, 2015).

baixo volume de CCL ao mesmo tempo em que reduz a liquidez da empresa, eleva o seu risco de insolvência. Entretanto, o autor argumenta que há uma compensação entre liquidez e rentabilidade, de modo que um volume mais baixo de CCL restringe o montante de fundos imobilizados em ativos de menor retorno, contribuindo positivamente na rentabilidade da empresa.

A posição de liquidez é definida, portanto, com base na estrutura que melhor satisfaça as necessidades e objetivos da empresa. Entretanto, para aquelas em que as entradas de caixa são eventos que apresentam pouca previsibilidade, a presença de CCL positivo reduz o risco de ela tornar-se tecnicamente insolvente, ou seja, de que ela não consiga pagar suas obrigações com facilidade, explicam Assaf Neto e Silva (2012).

Os comentários realizados em relação ao CCL podem ser entendidos como sendo de fato relacionados ao CDG, pois é para o CDG o volume de recursos destinados ao funcionamento dos negócios, ou seja, é o CDG a fonte de recursos para financiar o circulante. Entretanto, avaliar a liquidez de uma empresa utilizando como medida apenas o CDG pode não ser suficiente para inferir em uma avaliação conclusiva, uma vez que seu volume depende de características operacionais de atuação da empresa, das condições do seu setor de atividade e da sincronização entre pagamentos e recebimentos. Portanto, é importante analisar em conjunto a sua necessidade de capital de giro.

### **2.1.3 Necessidade de Capital de Giro**

Segundo Matarazzo (2017), a Necessidade de Capital de Giro (NCG) é elemento chave para a administração financeira da empresa, não apenas para análise de caixa, mas também para estratégias de financiamento, crescimento e lucratividade.

Assaf Neto (2015) afirma que a NCG revela o montante de capital permanente que uma empresa precisa para financiar seu capital de giro. Esse volume é determinado pelo nível de atividade operacional da empresa e pelos seus respectivos prazos de pagamentos e recebimentos. Como os elementos operacionais denotam os investimentos de longo prazo (ativo cíclico) e os financiamentos contínuos e inerentes à atividade da empresa (passivo cíclico), a diferença entre esses dois valores reflete a necessidade operacional de investimento

de longo prazo em giro. De acordo com Ross *et al* (2015) para obter a NCG utiliza-se a seguinte equação:

$$NCG = \text{Ativo Circulante Operacional} - \text{Passivo Circulante Operacional} \quad (3)$$

O saldo positivo da Equação (3) demonstra que a atividade operacional da empresa apresenta um fluxo de saídas de caixa mais rápido que o de entrada, ou seja, os pagamentos – fornecedores, impostos e salários – ocorrem antes do recebimento das vendas. O saldo negativo, por outro lado, indica que a empresa apresenta um excedente de financiamento através do passivo circulante operacional (passivo cíclico), que financia não apenas os ativos circulantes operacionais (ativo cíclico), mas também outros elementos do ativo. Essa situação ocorre quando a empresa, por exemplo, adquire mercadorias para pagar em 30 dias e a vende com recebimento à vista (ASSAF NETO e SILVA, 2012).

Segundo Ross *et al.* (2015), os ativos circulantes operacionais representam, em essência, os investimentos em itens operacionais de giro, como em valores a receber (provenientes das vendas a prazo), estoques, a parcela a recuperar dos impostos sobre a atividade, o caixa mínimo necessário às operações. Por sua vez, os passivos circulantes operacionais representam o passivo de funcionamento, ou seja, os financiamentos gerados pela própria operação, como os montantes a pagar aos fornecedores, salários e impostos sobre a atividade. O Quadro 1 demonstra algumas contas de natureza operacional do ativo e do passivo circulante.

**Quadro 1 - Contas operacionais do circulante**

<b>Ativo circulante operacional</b>	<b>Passivo circulante operacional</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Caixa e bancos (conta movimento)</li> <li>• Contas a receber de clientes</li> <li>• Estoques</li> <li>• Créditos de tributos sobre a atividade</li> <li>• Adiantamentos a fornecedores</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fornecedores</li> <li>• Salários, encargos e provisões</li> <li>• Obrigações tributárias sobre a atividade</li> <li>• Adiantamentos de clientes</li> <li>• Provisões para alugueis, energia, água e outras despesas recorrentes</li> </ul>

Fonte: Adaptado de Ross *et al.* (2015).

A NCG é desta forma, uma medida do financiamento necessário às operações que não é suprido pela própria atividade operacional da empresa, devendo ser buscada fora da operação, ou seja, é a parte não financiada pelos passivos operacionais. De maneira semelhante, Ross *et al.* (2015) afirmam que a NCG deve ser suprida por fontes que não fazem parte do ciclo operacional<sup>5</sup> da empresa, ou seja, pelo capital de giro. Deste modo, quando a NCG for superior ao capital de giro disponível para financiamento do circulante, haverá a necessidade de aportes financeiros que, de maneira geral, é suprida com recursos financeiros onerosos de curto prazo.

Matarazzo (2017) aponta que para financiar as necessidades de capital de giro, a empresa pode recorrer basicamente a três tipos de fontes de financiamentos:

- a) parte do patrimônio líquido, ou seja, capital circulante próprio;
- b) empréstimos e financiamentos bancários de longo prazo;
- c) empréstimos bancários de curto prazo e duplicatas descontadas.

Assaf Neto e Silva (2012) afirmam ainda que o ciclo financeiro<sup>6</sup> e o volume de vendas são fatores que afetam diretamente a NCG. O aumento do prazo concedido aos clientes, por exemplo, requer maior necessidade de investimento em capital de giro, enquanto que empresas com ciclo financeiro mais curto, em contrapartida, exigem menor necessidade. Da mesma forma, quanto maior o crescimento das vendas, maior a necessidade de recursos aplicados em ativos circulantes operacionais (como estoques, contas a receber *etc*), demandando, assim, maior investimento em capital de giro.

Segundo Assaf Neto (2015), confrontar o CDG com a NCG é indispensável para avaliar o equilíbrio financeiro da empresa, ou seja, a maturidade de seus investimentos e financiamentos. De acordo com o autor, uma empresa só apresenta segurança financeira quando o seu CDG é superior à NCG, condição que demonstra

---

<sup>5</sup> Segundo Ross *et al.* (2015), o ciclo operacional representa o tempo médio decorrido desde a aquisição das matérias primas até o recebimento pelo valor da venda dos produtos acabados. Esse ciclo é composto por dois componentes: o primeiro refere-se ao tempo necessário para adquirir, processar e vender o estoque, enquanto o segundo compreende o tempo para receber o dinheiro das vendas.

<sup>6</sup> O ciclo financeiro é o período compreendido entre o desembolso inicial de caixa (pagamento de fornecedores, por exemplo) e o recebimento da venda dos produtos. Em outras palavras, representa o intervalo de tempo que a empresa precisará efetivamente de financiamento para suas atividades (ASSAF NETO e SILVA, 2012).



que a empresa apresenta recursos financeiros suficientes para cobrir as necessidades permanentes de capital de giro. Este excesso de recursos é chamado de saldo de tesouraria (ST), que representa uma margem de segurança financeira para a empresa, indicando sua capacidade interna de financiar o crescimento de sua atividade operacional.

Por outro lado, quando o CDG for inferior à NCG, a empresa apresenta possíveis dificuldades financeiras, uma vez que está financiando ativos permanentes (caracteristicamente de longo prazo) com recursos permanentes de curto prazo. Neste caso, o saldo de tesouraria (ST) é negativo, indicando que o capital de giro é insuficiente para financiar a necessidade de capital de giro da empresa. Em outras palavras, indica que a empresa financia parte da sua necessidade de capital de giro com fundos de curto prazo, aumentando, portanto, seu risco de insolvência. O saldo de tesouraria, em última análise, representa o montante de recursos que restará no caixa ou que precisará ser aportado, em caso de falta.

#### **2.1.4 Efeito Tesoura**

A evolução da NCG deve ser correspondida pela evolução do CDG. Isto é fundamental para a saúde financeira da empresa no médio e longo prazo. O conhecimento sobre a estrutura financeira da empresa, assim como a gestão adequada dos seus recursos financeiros, permite que se evite uma série de problemas que afetam o seu caixa. Entre eles, um dos efeitos comuns no capital de giro é chamado efeito tesoura.

Segundo Assaf Neto e Silva (2012), o efeito tesoura, também denominado de *overtrading*<sup>7</sup>, ocorre quando o crescimento expressivo das vendas da empresa não vem acompanhado de adequado suporte de recursos para cobrir a maior necessidade de capital de giro. Consequentemente, a empresa passa a contrair créditos onerosos de curto prazo para financiar sua NCG, tornando seus negócios dependentes desses passivos.

Ross *et al.* (2015), pela mesma vertente, afirmam que o aumento das vendas de uma empresa é acompanhado pelo aumento das necessidades de financiamento

---

<sup>7</sup> O conceito de *overtrading* refere-se à expansão no volume de atividades da empresa sem o devido lastro de recursos disponíveis para financiar as necessidades adicionais de giro. A empresa, dessa forma, não possui limite financeiro para suportar determinado volume de negócios (ASSAF NETO, 2012).

dessas vendas. Assim, se a formação do capital de giro não acompanhar essa necessidade, a empresa poderá enfrentar dificuldades financeiras. O efeito tesoura é, desta forma, um descompasso entre a NCG e o CDG, evidenciando um desequilíbrio que ocorre quando a NCG é maior que o CDG. Assaf Neto e Silva (2012) destacam que algumas situações podem ocasionar o efeito tesoura, entre elas:

- a) expansão das operações de produção e vendas, que naturalmente requerem maior investimento em giro, como duplicatas a receber e estoques. Nesse caso, o capital de giro líquido existente pode não ser suficiente para cobrir os investimentos adicionais;
- b) ampliação do ciclo financeiro, com concessão de maiores prazos de pagamento aos clientes ou reduções no financiamento operacional, pode resultar em um descompasso entre os fluxos de entrada e saída de recursos;
- c) prejuízos nas operações que reduzem os recursos de financiamento de longo prazo, fazendo com que a empresa tome recursos de curto prazo junto às instituições financeiras;
- d) excesso de imobilizações associadas à escassez de recursos próprios ou de terceiros de longo prazo, fazendo com que a empresa se endivida no curto prazo para complementar seus investimentos de longo prazo.

Quando por vários exercícios seguidos a empresa apresenta um crescimento da NCG superior ao do CDG, diz-se que ela convive com o efeito tesoura, identificado por um crescente saldo de tesouraria negativo. Deste modo, a necessidade de aportes financeiros passa a ser suprida por endividamento de curto prazo, que crescem de forma acentuada na estrutura de capital da empresa. Esse fato demonstra, sobretudo, que ela é incapaz de financiar adequadamente seus investimentos operacionais em giro, recorrendo a recursos com prazo de pagamento incompatível.

Desta forma, à medida que as necessidades cíclicas de giro são financiadas por dívidas de curto prazo, a diferença entre NCG e CDG aumenta, agravando o efeito tesoura e, conseqüentemente, comprometendo a margem de segurança da empresa.

## 2.2 ESTRUTURA DE CAPITAL

Entende-se por estrutura de capital a forma como as empresas financiam seus ativos, – através de uma combinação do uso de capital próprio e capital de terceiros – podendo optar por recursos fornecidos pelos seus sócios e acionistas (capital próprio) ou por recursos fornecidos por credores (capital de terceiros). Ambas as formas estão sujeitas a diferentes riscos e retornos.

Gitman (2010) afirma que estrutura de capital é a combinação de capital de terceiros de longo prazo e capital próprio mantido por uma empresa. Desta forma, a empresa deve decidir o quanto usar de um ou de outro na sua estrutura de capital, escolhendo o quociente que maximiza o seu valor.

A partir do estudo seminal de Modigliani e Miller (1958) muito se discutiu na literatura a respeito do tema estrutura de capital. Segundo Donato (2011), as principais questões referentes à estrutura de capital são se o valor da empresa depende ou não da forma com que elas se financiam, e quais são os fatores macroeconômicos e específicos que determinam o endividamento das empresas, ou seja, quais aspectos que influenciam a escolha entre o uso de capital próprio e/ou capital de terceiros a fim de financiar novos investimentos.

Modigliani e Miller (1958) admitindo o pressuposto de um mercado perfeito<sup>8</sup> – no qual não existem impostos, custos de falência e assimetria de informação – concluíram que a decisão de financiamento de uma empresa é irrelevante para a determinação do seu valor de mercado. Desta forma, não existiria uma estrutura ótima de capital, uma vez que para estes autores, o custo de capital da empresa não se altera para qualquer combinação de financiamentos.

Ross *et al.* (2015), pela mesma vertente, afirmam que – num mercado perfeito de capitais – o valor da empresa alavancada é o mesmo que o da empresa não alavancada, ou seja, a estrutura de capital não afeta o seu valor. Este resultado, que ficou conhecido como a proposição I de Modigliani e Miller, foi contrário à visão tradicional que acreditava na existência de uma estrutura ótima de capital.

Segundo a teoria tradicional, como o custo de capital de terceiros é menor que o custo de capital próprio, a empresa deveria endividar-se até o ponto de

---

<sup>8</sup> As premissas de um mercado perfeito no estudo de Modigliani e Miller (1958) incluem (1) ausência de imposto de renda, (2) ausência de custos de corretagem ou lançamento de títulos, (3) informações simétricas e (4) os investidores são capazes de tomar dinheiro emprestado à mesma taxa de juros que a empresa (GITMAN, 2010).

equilíbrio do custo de seu capital total, uma vez que o custo de capital de terceiros se eleva devido ao aumento do risco financeiro, mantendo-se estável até um determinado nível de endividamento. Esse ponto representaria a estrutura ótima de capital que elevaria o valor da empresa.

Modigliani e Miller (1958) argumentaram que o custo total de capital da empresa não pode ser reduzido à medida que o capital próprio for substituído por dívida. A razão para isso é que à medida que a empresa acrescenta dívida, o capital próprio remanescente se torna mais arriscado e, em vista disso, o custo do capital próprio também se eleva. Segundo Ross *et al.* (2015), a proposição II de Modigliani e Miller afirma que há uma relação positiva entre retorno esperado sobre o capital próprio e a alavancagem, uma vez que o risco do capital próprio aumenta com a alavancagem.

Em estudo posterior, estes dois autores propuseram uma correção ao trabalho original que não considerava a alíquota de imposto de renda para as empresas. Em 1963, com o título *Corporate Income Taxes and Cost of Capital: A correction*, propuseram que existe um ganho sobre a alavancagem proporcionado pela remuneração das dívidas – juros – que é descontado do lucro tributável da empresa na forma de despesas.

Ross *et al.* (2015), argumentam que como as empresas podem deduzir os pagamentos de juros da base de cálculo do lucro tributável, mas não os dos dividendos, a alavancagem na pessoa jurídica diminui o pagamento de tributos, gerando o que se chama de benefício fiscal da dívida. Desta forma, a estrutura de capital seria influenciada pelos benefícios fiscais derivados do endividamento.

No entanto, os autores argumentam que apesar de a dívida proporcionar benefícios fiscais para a empresa, ela também gera obrigações – pagamento de juros e o principal da dívida – que, se não forem cumpridas, podem aumentar o risco de insolvência da empresa. Assim, os custos proporcionados pelas dificuldades financeiras, a partir de certo ponto, tendem a anular as vantagens do endividamento, diminuindo o valor da empresa.

De acordo com Ross *et al.* (2015), à medida que mais dívida for adicionada, o valor presente desses custos sobe a uma taxa crescente. Em determinado ponto, o aumento no valor presente desses custos de um real adicional de dívida equivale ao aumento no valor presente do benefício fiscal. Esse é o nível de dívida que maximiza o valor da empresa, ou seja, o montante ótimo de dívida a ser utilizado.

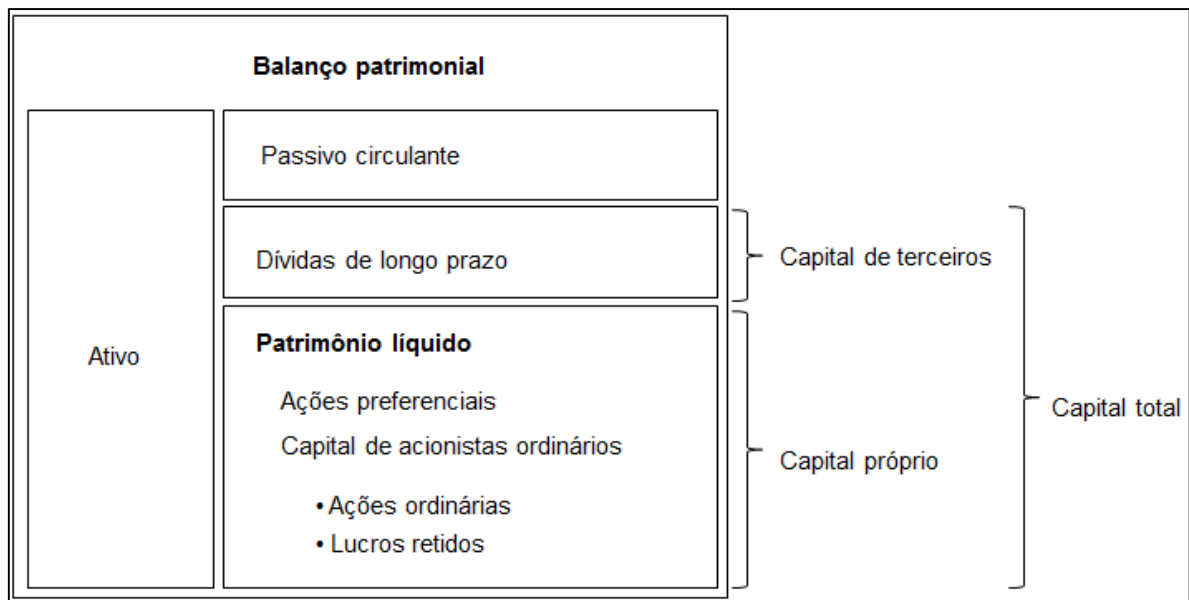
Essa abordagem é chamada de teoria do *trade-off* ou teoria estática da estrutura de capital.

### 2.2.1 Capital Próprio e Capital de Terceiros

Segundo Gitman (2010), o capital próprio de uma empresa são os recursos provenientes do capital subscrito e integralizado pelos acionistas e dos lucros retidos, que são identificados no patrimônio líquido. O capital de terceiros, por sua vez, é originado de fontes externas, como empréstimos e financiamentos fornecidos por credores.

Para Assaf Neto (2015), as decisões financeiras tomadas por uma empresa envolvem, basicamente, a captação de recursos – decisões de financiamento – e a aplicação desses recursos (decisões de investimento). Para realização da sua atividade operacional, as empresas utilizam duas fontes de financiamento: os recursos próprios e os recursos de terceiros. A Figura 2 ilustra o balanço patrimonial simplificado apresentando a decomposição básica do capital total da empresa:

**Figura 1 - Decomposição do capital total da empresa**



Fonte: Gitman (2010).

Assaf Neto (2015) aponta que como consequência desse processo de captação e aplicação de recursos, é obtido um resultado que deverá ser suficiente para remunerar os financiamentos levantados, tanto do capital próprio (através dos

lucros gerados) quanto do capital de terceiros (pela remuneração dos juros da dívida contraída). Desta forma, todo financiamento, seja ele proveniente de capital próprio ou de terceiros, apresenta um custo, que é a remuneração dos fornecedores de capital pela utilização de tais recursos.

Pela mesma vertente, Ross *et al.* (2013) argumenta que o custo do capital próprio é o retorno que os acionistas exigem sobre o investimento realizado na empresa. Ao investir os recursos, estes exigem um retorno pelo risco do investimento, de maneira a remunerar o capital aplicado. O custo do capital de terceiros, por sua vez, é o retorno exigido pelos credores de dívidas da empresa. Brigham e Ehrhardt (2017), nesse mesmo sentido, argumentam que o custo de capital é um elemento-chave na escolha da combinação de dívidas ou de patrimônio líquido, uma vez que para cada uma dessas decisões a empresa deverá estimar o investimento total exigido e ponderar se a taxa de retorno exigida excede o custo de capital.

Segundo Matarazzo (2017), a remuneração formalmente comprometida com o credor (juros e demais despesas financeiras) define o custo de uma operação de empréstimo ou financiamento e, por consequência, do capital de terceiros, ou custo da dívida. Assaf Neto (2015), afirma que o custo do capital de terceiros é inferior ao do capital próprio, uma vez que o acionista costuma exigir um retorno maior pelo capital investido. O retorno dos acionistas está vinculado ao sucesso do negócio da empresa e à geração de lucro para remunerar o custo do capital investido.

Assim, caso a empresa apure prejuízo no período, estes não terão direito de pleitear pagamento do capital investido exigindo, portanto, um maior retorno para compensar o risco assumido. A empresa, desta forma, utiliza capital de terceiros na sua estrutura de capital quando o ganho financeiro proporcionado por essa fonte for maior que o custo ou risco assumido.

### **2.2.2 Alavancagem Financeira**

Segundo Ross *et al.* (2013), o conceito de alavancagem financeira resulta da participação de recursos de terceiros (dívidas) na estrutura de capital da empresa. Deste modo, quanto maior o financiamento por meio de dívidas que uma empresa utilizar em sua estrutura de capital, maior será a sua alavancagem financeira. Os autores afirmam ainda que:

Quanto maior a sua dívida (como porcentagem do ativo), maior é o seu grau de alavancagem financeira. (...) dívidas funcionam como uma alavanca, porque podem ampliar muito tanto os lucros quanto as perdas. Assim, a alavancagem financeira não só aumenta a recompensa potencial para os acionistas, como também aumenta o potencial de problemas financeiros e de fracasso nos negócios. (ROSS *et al.*, 2013, p. 28).

Assaf *neto* (2015), pela mesma vertente, afirma que a alavancagem financeira – endividamento – interessa para a empresa quando o seu custo for menor que o retorno produzido pela aplicação desses recursos, ou seja, quando o retorno do investimento da dívida excede o seu custo de captação, promovendo uma elevação nos resultados líquidos dos proprietários e, por consequência, alavancando a rentabilidade.

Damodaran (2002) assinala que a dívida proporciona dois benefícios em relação ao capital próprio. O primeiro refere-se ao benefício tributário, pois o pagamento de juros sobre a dívida é dedutível da renda tributável da empresa, o que reduz o volume de imposto de renda a recolher, enquanto que a remuneração paga aos acionistas (dividendos) não são. O segundo é a disciplina que o uso de dívida impõe à administração da empresa, uma vez que seu pagamento precede de uma organização adequada dos seus fluxos financeiros.

O endividamento, por outro lado, pode alterar drasticamente os resultados para os acionistas da empresa, pois conforme mencionado na subseção anterior, a dívida gera custos de financiamento através dos juros, gerando um impacto negativo no lucro. Nesse sentido, Gitman (2010) assinala que o volume de alavancagem que a empresa utiliza na sua estrutura de capital pode afetar seu valor, em consequência de variações no retorno e no risco, pois níveis elevados de endividamento podem comprometer a capacidade de pagamento em períodos de retração da atividade, abalando a saúde financeira da empresa.

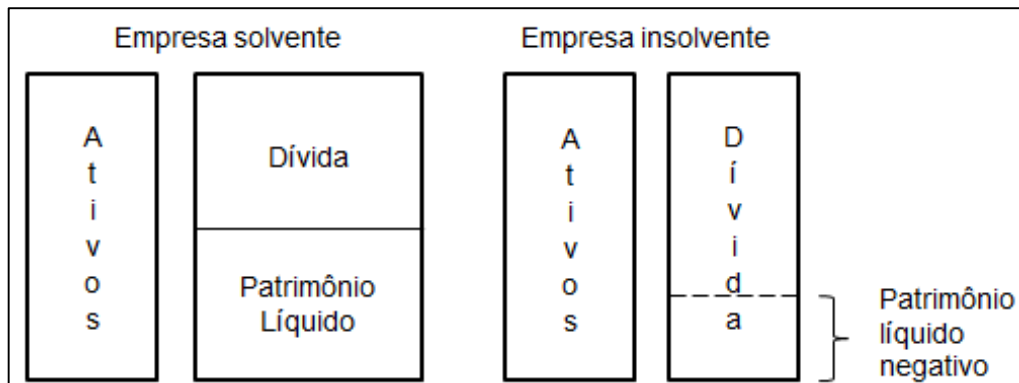
### **2.2.3 Dificuldades Financeiras**

Segundo Ross *et al.* (2015), dificuldades financeiras são situações em que os fluxos de caixa operacionais da empresa não são suficientes para cobrir todas as obrigações correntes como dívidas, despesas com juros, e a empresa é forçada a adotar uma ação corretiva. As dificuldades financeiras podem fazer com que a

empresa fique inadimplente em seus contratos, levando a uma reestruturação financeira entre a empresa e seus credores e acionistas.

Desde modo, a definição de dificuldade financeira está relacionada com o conceito de insolvência que, de acordo com Ross *et al.* (2015), refere-se à impossibilidade ou falta de meios para pagar as dívidas. Essa condição pode ser resultado de duas diferentes situações: insolvência baseada em capital e insolvência baseada em fluxos. Conforme afirmam Ross *et al.* (2015) a insolvência por falta de capital ocorre nos casos em que o valor dos ativos da empresa é menor do que o valor das suas dívidas e isso implica em patrimônio líquido negativo, conforme ilustrado na Figura 1.

**Figura 2 – Insolvência por falta de capital**

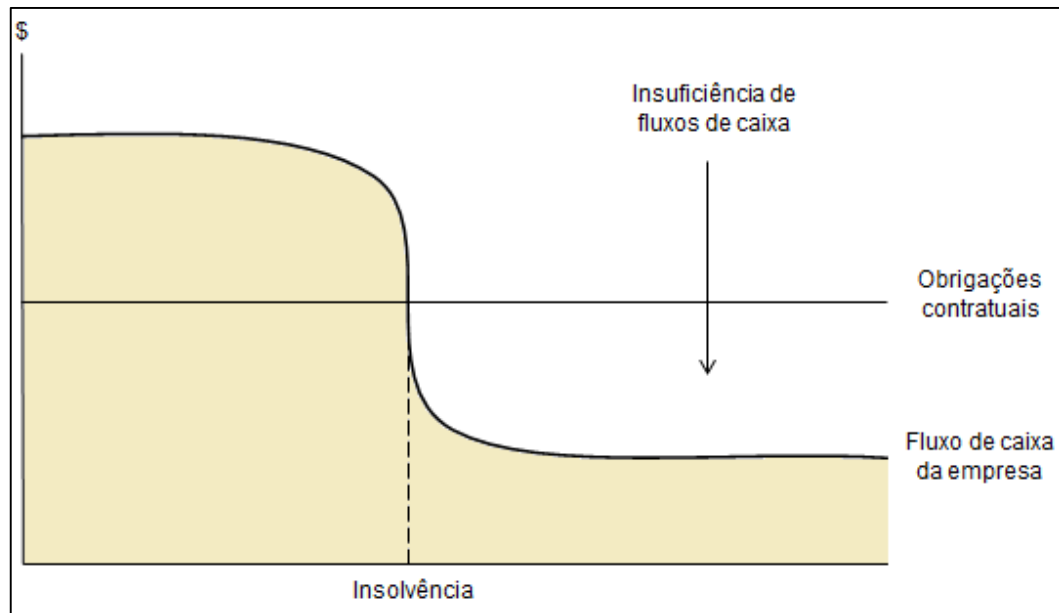


Fonte: Ross *et al.* (2015).

A insolvência por falta de fluxos, por sua vez, ocorre quando os fluxos de caixa operacionais da empresa são insuficientes para cumprir com as obrigações correntes, ou seja, refere-se à impossibilidade de cumprir com os pagamentos exigidos em contrato devido à insuficiência de caixa (ROSS *et al.*, 2015). Essa relação é apresentada no Gráfico 1.



Gráfico 1 - Insolvência por falta de fluxo de caixa



Fonte: Ross *et al.* (2015).

Ainda conforme Ross *et al.* (2015), as empresas podem utilizar diferentes instrumentos para administrar as dificuldades financeiras. Entre as medidas utilizadas destacam-se: venda de ativos, fusão com outra empresa, redução de gastos de capital e de pesquisas e desenvolvimento, emissão de novos títulos, negociação com bancos e outros credores, troca de dívidas por ações e solicitação de recuperação judicial. Dessa forma, uma empresa em dificuldades financeiras poderá exigir tanto uma reestruturação de ativos quanto uma reestruturação financeira, ou seja, mudanças nos dois lados do balanço patrimonial.

### 2.3 INDICADORES DE ESTRUTURA DE CAPITAL

Os indicadores de estrutura de capital permitem avaliar a posição do endividamento e a capacidade de uma empresa de gerar caixa suficiente para o pagamento de juros e principal de suas dívidas. Desta forma possibilitam mensurar quanto do capital de terceiros está sendo utilizado para financiar a empresa. Gitman (2010), afirma que a situação do endividamento de uma empresa também é um indicador de risco para os credores, uma vez que quanto maior o volume de dívidas, maior é a possibilidade de que ela não venha a honrar suas obrigações contratuais.

Desta forma, quando maior for a proporção de capital de terceiros na estrutura de capital de uma empresa e quanto maiores forem as taxas de juros

praticadas no mercado, maior será a probabilidade de a empresa não conseguir cumprir com seus compromissos, principalmente em situações de desaceleração da economia ou recessões.

### 2.3.1 Índice de Endividamento Total

Segundo Gitman (2010), o índice de endividamento total mede a proporção do ativo total financiada pelos credores da empresa e quanto mais elevado o valor desse índice, maior o montante de capital de terceiros usado para gerar lucros. Consequentemente, maior é o grau de endividamento da empresa e maior a sua alavancagem.

Ross *et al.*, (2015) afirmam que índice de endividamento total leva em conta todas as dívidas de todos os vencimentos e credores e mede a proporção dos ativos adquiridos com dinheiro tomado emprestado. Este indicador é calculado através da seguinte equação:

$$\text{Índice de endividamento total} = \frac{\text{Ativo Total} - \text{Patrimônio Líquido}}{\text{Ativo Total}} \quad (4)$$

Assaf Neto (2015) complementa afirmando que o índice de endividamento total revela a dependência financeira da empresa com relação a suas exigibilidades totais, ou seja, o percentual de participação de recursos de terceiros no montante investido em seus ativos. Como exemplo, se o índice for de 0,6, significa que 60% do ativo encontra-se financiado por dívidas (capital de terceiros) e 40% por capital próprio.

### 2.3.2 Índice Dívida/Capital Próprio

Uma variação para o índice de endividamento total é o índice Dívida/Capital Próprio, que mede as contribuições relativas de recursos de credores (capital de terceiros) e de recursos de acionistas (capital próprio). Segundo Ross *et al.* (2015), esse índice é expresso como:

$$\text{Índice Dívida/Capital Próprio} = \frac{\text{Dívida Total}}{\text{Patrimônio Líquido Total}} \quad (5)$$

Assaf Neto (2015) afirma que esse índice mostra quanto a empresa tomou de empréstimo para cada unidade monetária de capital próprio aplicado. Desta forma, se o quociente for igual a 0,9 ou 90% significa que, para cada R\$ 1000,00 dos acionistas, a empresa assumiu R\$ 900,00 de dívidas. Em outras palavras, as dívidas correspondem a 90% do capital próprio da empresa.

### 2.3.3 Índice de Endividamento de Longo Prazo

De acordo com Ross *et al.* (2015), os indicadores de endividamento de longo prazo mensuram a capacidade da empresa cumprir com suas obrigações de longo prazo, ou seja, servem para verificar em que medida uma empresa utiliza financiamento com dívidas de longo prazo em lugar de financiamento com capital próprio (patrimônio líquido).

O índice de endividamento de longo prazo mede a quantidade de recursos de terceiros (com prazo de exigibilidade superior a um ano) que está sendo utilizado pela empresa para seu financiar seu ativo total. Em outras palavras, esse índice serve para verificar o quanto do ativo total é financiado com obrigações de longo prazo.

Esse indicador serve para avaliar se o volume de obrigações de longo prazo não é excessivo, pois para a empresa só é benéfico utilizar uma alta proporção de capital de terceiros de longo prazo (que possuem custo de financiamento mais elevado), se o retorno gerado por esse financiamento for maior que os custos advindos do mesmo. Esse índice é calculado da seguinte forma:

$$\text{Índice de endividamento de Longo Prazo} = \frac{\text{Passivo Não Circulante}}{\text{Ativo Total}} \quad (6)$$

### 2.3.4 Índice de Endividamento de Curto Prazo

Pelo mesmo raciocínio do indicador anterior, o índice de endividamento de curto prazo mensura a proporção de recursos de terceiros de curto prazo (com exigibilidade inferior a um ano) que a empresa utiliza para financiar seu ativo total. Ou seja, mede o quanto do ativo total é financiado por obrigações de curto prazo. Para calcular o índice de endividamento de curto prazo utiliza-se a seguinte equação:

$$\text{Índice de endividamento de Curto Prazo} = \frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Ativo Total}} \quad (7)$$

Como exemplo, se o valor do índice for igual a 0,2, significa que 20% do ativo total da empresa encontra-se financiado por obrigações de curto prazo, com exigibilidade menor que um ano ou, mais especificamente, para cada R\$ 1000,00 que a empresa investe em seu ativo, R\$ 200,00 são financiados por recursos de terceiros de curto prazo.

## 2.4 INDICADORES DE RENTABILIDADE

De acordo com Ross *et al.* (2015), os indicadores de rentabilidade destinam-se a medir a eficiência da empresa em utilizar seus ativos e administrar suas operações, ou seja, representam o quanto a empresa gerou de lucro ao investir seus recursos em determinado negócio. Gitman (2010) afirma que essas medidas permitem aos analistas avaliar os lucros da empresa com relação a um dado nível de vendas, a um dado nível de ativos ou com relação ao investimento dos proprietários. Os índices de rentabilidade utilizados neste estudo são o Retorno do Ativo (ROA) e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE).

### 2.4.1 Retorno sobre o Ativo

De acordo com Matarazzo (2017), o Retorno sobre o Ativo (ROA)<sup>9</sup> mostra quanto a empresa obteve de lucro líquido em relação ao seu ativo, ou seja, é uma medida do potencial de geração de lucro por parte da empresa. Assaf Neto (2015) afirma que calcular o ROA significa encontrar a taxa de retorno gerada pelos investimentos realizados por uma empresa em seus ativos.

De acordo com Ross *et al.* (2015), o índice pode ser definido de diversas maneiras, mas a mais comum é dividindo o lucro líquido pelo ativo total, e quanto maior o valor do índice, melhor a eficiência da empresa na geração de lucros. Segundo os autores, o ROA é obtido através da seguinte equação:

$$\text{Retorno sobre o ativo} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}} \quad (8)$$

Ainda conforme Ross *et al.* (2015) o retorno sobre o ativo é uma medida do lucro por unidade monetária em ativos, ou seja indica o retorno gerado por cada real que a empresa investiu. Esse índice é utilizado como uma medida do desempenho comparativo da empresa ano a ano e, por isso, para uma melhor interpretação do ROA é importante fazer uma comparação temporal, a fim de verificar sua evolução ao longo do tempo.

### 2.4.2 Retorno sobre o Patrimônio Líquido

O Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)<sup>10</sup> é uma medida do retorno aos acionistas da empresa. Segundo Assaf Neto (2015) é a taxa de rentabilidade auferida pelo capital próprio da empresa, sendo dimensionada pela relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido.

Matarazzo (2017), pela mesma vertente, afirma que o objetivo do ROE é verificar qual a taxa de rendimento do capital próprio. Esse índice indica o quanto a empresa gerou de lucro para cada R\$ 1,00 de recursos próprios investidos, ou seja, é uma medida para mensurar a capacidade da empresa em agregar valor a si

---

<sup>9</sup> Return On Assets.

<sup>10</sup> Return On Equity.

mesma com a utilização do seu próprio capital. Desta forma, quanto maior o valor do índice, melhor para os proprietários, pois melhor será a relação entre o lucro e o capital próprio investido. De acordo com Ross *et al.* (2015), o ROE é obtido pela seguinte equação:

$$\text{Retorno sobre o Patrimônio Líquido} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (9)$$

Ross *et al.* (2015, p. 58) afirmam ainda que “O retorno sobre o patrimônio líquido é uma medida de como foi a ano para os acionistas”, e como o objetivo da empresa é beneficia-los, o ROE é a verdadeira medida do desempenho do lucro. Assim, por ser uma medida do retorno do capital próprio aplicado na empresa, os acionistas são os maiores interessados no desempenho desse índice, fazendo comparações com rendimentos de outros investimentos no mercado (ações, certificados de depósito bancário, fundos de investimento) podendo avaliar se a empresa oferece rentabilidade superior ou inferior a essas opções.

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 CLASSIFICAÇÃO E MÉTODO DE PESQUISA

O presente trabalho é classificado como uma pesquisa explicativa, pois com base em seu objetivo geral, busca analisar um universo de dados para compreender e explicar o seu comportamento. Segundo Gil (2010) este tipo de pesquisa tem como propósito identificar fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência de determinados fenômenos. Ainda conforme Gil (2010, p. 28) “Estas pesquisas são as que mais aprofundam o conhecimento da realidade, pois têm como finalidade explicar a razão, o porquê das coisas”.

Vergara (2009), de forma semelhante, afirma que o principal objetivo da pesquisa explicativa é de tornar algo inteligível, ou seja, justificar os motivos do ocorrido, visando esclarecer quais fatores contribuem para a ocorrência de determinado fenômeno. Dessa forma, através dos resultados obtidos nos indicadores de capital de giro e de estrutura de capital (através dos índices de endividamento) será possível analisar e explicar a situação financeira de cada empresa estudada, permitindo compará-las com seus pares de mercado. Além disso, possibilitará entender o panorama geral das empresas varejistas, no que diz respeito às suas estruturas financeiras.

O método de pesquisa adotado foi o estudo de caso, que segundo Gil (2010) consiste no estudo profundo e exaustivo de um ou poucos objetos, de modo que permita seu amplo e detalhado conhecimento. Yin (2010) aponta que o estudo de caso é adequado quando se pretende investigar e responder questões do tipo “como” e “por que” da ocorrência de eventos contemporâneos, quando o pesquisador possui pouco controle sobre os eventos pesquisados. Portanto, pela necessidade de uma análise profunda e específica das séries históricas de balanços patrimoniais e demonstrações de resultado das empresas, a escolha do estudo de caso é o mais apropriado para a realização da pesquisa.

### 3.2 UNIVERSO E AMOSTRA

Segundo Gil (2010), o universo de uma pesquisa compreende o conjunto de elementos que possuem determinadas características. Vergara (2009), pela mesma vertente, afirma que o universo ou população é um conjunto de elementos – empresas, produtos, pessoas – que possuem as características que virão a ser objeto de estudo. Neste trabalho, pode-se definir o universo como todas as empresas do varejo de capital aberto listadas na bolsa de valores brasileira.

Definido o universo, é necessário escolher a amostra da população que será utilizada para a realização do estudo, ou seja, uma parte dos elementos que compõe o universo. De acordo com Vergara (2009) a amostra é uma parte do universo escolhida segundo determinado critério de representatividade. Para Gil (2010) a amostra é um subconjunto do universo ou população por meio do qual se estabelecem ou se estimam as características desse grupo.

Neste estudo, definiu-se uma amostra de oito empresas varejistas, quais sejam: Alpargatas S.A., Arezzo Indústria e Comércio S.A., B2W Digital, Guararapes Confecções S.A. (Riachuelo), Lojas Americanas S.A., Lojas Renner S.A., Magazine Luiza, S.A. e Via Varejo S.A.. A escolha deste grupo de empresas se deu, sobretudo, por serem empresas listadas na B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão e pela representatividade que possuem no varejo brasileiro.

Atualmente, trinte e três empresas do varejo encontram-se listadas na bolsa. Dessa forma, a amostra definida representa 24% do total das empresas varejistas listadas na B3 e a 44% do faturamento total dessas empresas, demonstrando ser uma amostra representativa do setor delimitado.

### 3.3 ANALISE DOS DADOS

Segundo Yin (2010 p. 154) “A análise de dados consiste no exame, na categorização, na tabulação, no teste ou nas evidências recombinações de outra forma, para tirar conclusões baseadas empiricamente”. Gil (2010) complementa afirmando que após a análise ocorre a interpretação dos dados obtidos, que consiste em estabelecer a ligação entre os resultados obtidos com conhecimentos anteriormente obtidos.



Os dados utilizados para as análises financeiras das empresas escolhidas foram obtidos através da B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão e da área de Relação com Investidores diretamente dos sites das empresas. As companhias alvo deste trabalho são todas empresas de capital aberto e, portanto, possuem informações públicas, com obrigatoriedade de publicação das suas demonstrações financeiras ao final de cada exercício. Foram utilizados como dados as demonstrações financeiras anuais consolidadas<sup>11</sup>, especificamente, os Balanços Patrimoniais das empresas dos últimos sete anos (2010 a 2016) bem como as Demonstrações do Resultado do Exercício deste mesmo período.

O método de análise empregado neste estudo foi o da análise de pares, que consiste em agrupar as empresas par a par utilizando como critério o modelo de negócio semelhante entre elas. Assim, a análise dos indicadores financeiros calculados neste estudo consistiu na decomposição, comparação e interpretação dos demonstrativos financeiros das empresas, com a finalidade de transformar os resultados desses índices em informações úteis para a comparação das empresas perante seus concorrentes. Esse método de comparação é uma maneira consistente de mensurar se a companhia está bem ou mal diante de seus pares e referências no mercado.

As empresas analisadas foram agrupadas utilizando como critério a classificação setorial utilizada pela B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão e pela SBVC (Sociedade Brasileira de Varejo e Consumo), de modo a comparar empresas que atuam no mesmo segmento de mercado. Dessa forma, a fim de compreender melhor a situação financeira das empresas, faz sentido a comparação com outras organizações listadas na bolsa de valores que possuam modelos de negócios semelhantes. Os pares escolhidos para realizar a análise comparativa foram:

- a) Arezzo Indústria e Comércio S.A. e Alpargatas S.A. (Classificação setorial: comércio varejista/Segmento: calçados);
- b) Lojas Renner S.A. e Guararapes Confecções S.A. - Riachuelo (Classificação setorial: comércio varejista/Segmento: tecidos, vestuário e calçados);

---

<sup>11</sup> Demonstrações consolidadas são as demonstrações contábeis de grupo econômico, em que os ativos, passivos, patrimônio líquido, receitas, despesas e fluxos de caixa da controladora e de suas controladas são apresentados como se fossem uma única entidade econômica (CFC, 2015).

- c) B2W - Companhia Digital e Magazine Luiza S.A. (Classificação setorial: comércio varejista/Segmento: eletroeletrônicos);
- d) Lojas Americanas S.A. e Via Varejo S.A. (Classificação setorial: comércio varejista/Segmento: eletrodomésticos e produtos diversos).

Os cálculos realizados nesta análise, bem como os valores dos balanços patrimoniais e das demonstrações de resultado do exercício, foram considerados em valores nominais, ou seja, sem levar em consideração a inflação do período.

## 4 CARACTERIZAÇÃO DO SETOR

Samuel Klein, empresário e fundador das Casas Bahia, certa vez disse que “um bom comerciante só não vai para trás se olhar e seguir sempre em frente. É preciso entender o que o outro precisa para viver”. Uma frase simples, porém, que sintetiza a relação entre o comércio – no caso, o varejista – e a compreensão do meio em que este se faz presente. É impensável um mundo sem comércio, assim como é impensável um comércio sem informação, seja este “outro” o cliente, o concorrente ou o próprio cenário econômico que o cerca.

O objetivo deste capítulo é apresentar o segmento varejista conceituando-o e trazendo uma visão geral sobre o mercado brasileiro, em seguida abordando a gestão financeira no varejo e, por fim, fazendo uma breve introdução das empresas que serão analisadas no próximo capítulo.

### 4.1 VAREJO BRASILEIRO: CONCEITO E VISÃO GERAL

O conceito de varejo, seja no Brasil ou em qualquer outro país, parte das mesmas premissas. De acordo com Kotler e Keller (2012), o varejo diz respeito às atividades de negócios relacionadas à venda de quaisquer produtos ou serviços aos consumidores finais. Além de abarcar uma série de atividades agregadoras de valor aos produtos, o varejo é o último estágio do processo produtivo, ou seja, é caracterizado pelo contato direto com os consumidores. O varejista é o comerciante que vende a varejo e difere do atacado, que consiste basicamente no processo de oferta de produtos para clientes que demandam produtos e serviços para revendê-los, conforme salienta Parente e Barki (2014).

No entanto, Mattar (2011) enfatiza que o varejo vai além da crença popular da comercialização de produtos em lojas físicas. O varejo sem loja como, por exemplo, pelas vendas por catálogos, vendas porta a porta, por programas de televisão e, principalmente, pela internet, representa uma importante e crescente parcela do segmento varejista nos últimos anos, ampliando seus canais de vendas.

O crescimento de canais alternativos de vendas – multicanais – amplia o volume de operações, reduz as necessidades de investimentos em ativos fixos e cria canais complementares de venda. A estratégia multicanal,

movimento com grande evolução mundial, possibilita a escolha pelos clientes do canal de venda de produtos e serviços e oferece, inclusive, o atendimento do pós-venda. (DELOITTE, 2008, p. 16).

De acordo com Mattar (2011), o varejo brasileiro surgiu copiando as experiências bem-sucedidas do varejo externo e, posteriormente, foi se moldando a realidade e as características do mercado brasileiro. O primeiro grande impulso do varejo brasileiro ocorreu com o começo da industrialização na década de 1940, cujo objetivo foi de ampliar a oferta de produtos e, posteriormente, como política econômica governamental.

Para Serrentino (2016), a história do varejo brasileiro pode ser dividida em quatro ciclos de evolução e transformação estrutural, onde cada ciclo foi absorvendo as características do anterior e alterando as estruturas do segmento varejista conforme as mudanças e os desafios impostos pelo setor.

O primeiro ciclo durou até 1993 e foi marcado por muitas transformações políticas, períodos de euforia e depressão econômica, além de um mercado ainda fechado para o setor e uma inflação que se mostrava inerte as tentativas de reversão, ou seja, um ambiente instável e desafiador para o varejo. Para os varejistas, o ambiente econômico brasileiro da época fazia com que o sucesso da empresa era mais fruto da gestão dos estoques e fluxo de caixa do que a gestão comercial. No início da década de 1990, o Brasil passou por um período de abertura econômica e o controle da inflação por meio do Plano Real, o que estimulou a entrada de redes de varejo internacionais.

O segundo ciclo ocorreu durante os anos de 1994 até 2002 foi marcado pelo controle da inflação com o sucesso do Plano Real e, conseqüentemente, um maior equilíbrio dos preços. Por outro lado, o período também foi marcado por crises internacionais que afetaram nossa economia e geraram ruídos como a maxidesvalorização do real ante o dólar em 1999. Serrentino (2016) aponta que o período foi marcado pelo início do comércio eletrônico e por movimentos de incorporação de tecnologia no varejo, além de trazer maior maturidade ao setor varejista no que diz respeito a lidar com um novo cenário econômico em comparação ao primeiro ciclo.

O terceiro ciclo, de 2003 a 2012, chamado de “década mágica” pelo autor, foi marcado por um importante crescimento e transformações estruturais do varejo. Além do componente externo, a economia brasileira. No período do terceiro ciclo,

Serrentino (2016) cita o estado de confiança e otimismo da população, demonstrado pelo aumento do consumo, justificado, principalmente, pelo volume de crédito destinado a pessoas físicas no Brasil as políticas de isenção de impostos em alguns setores.

**Gráfico 2 – Relação entre PIB, Consumo das famílias e varejo total entre 2001 e 2016**



Fonte: SBVC (2017).

Os dados do Gráfico 2 justificam o título de “década mágica”, tendo em vista os indicadores positivos tanto para PIB, consumo das famílias e varejo total na maioria dos anos no período de 2003 a 2012.

O quarto ciclo começou em 2013, segundo Serrentino (2016), e demonstra a necessidade de buscar um aumento da produtividade nas operações de varejo. Após o terceiro ciclo com crescimentos ano a ano na maioria do período, o quarto ciclo apresenta um desempenho desigual entre setores, além de um cenário externo mais desafiador, o que exigirá das empresas maiores esforços para obtenção de resultados que proporcionem lucratividade e rentabilidade aos investidores.

Acompanhando o movimento de transformações que o varejo apresentou nos últimos anos, as empresas varejistas desenvolveram novas estratégias competitivas buscando maior lucratividade nos seus negócios e crescimento no mercado nacional e internacional. Nesse contexto, a abertura de capital é um caminho trilhado pelas empresas para obter recursos com taxas mais acessíveis e, assim, acelerar o seu crescimento.

De acordo com a SBVC (2017), no Brasil, esse processo ainda não é tão desenvolvido quanto em outros mercados, ainda que a presença de varejistas

internacionais e o ingresso de fundos de investimento ao setor tenham impulsionado o processo de investimento em governança corporativa e transparência, fundamental para tornar as empresas do varejo brasileiro mais visíveis para os investidores de todo o mundo. Desta forma, a abertura de capital tem sido um movimento historicamente comprovado de fomento à expansão dos grandes grupos empresariais do varejo brasileiro, tanto em nível nacional como internacional.

## 4.2 GESTÃO FINANCEIRA DO VAREJO

A gestão financeira de uma empresa varejista é fundamental para seu sucesso. Mattar (2011) afirma que o varejo opera com margens líquidas muito pequenas, fazendo com que qualquer redução nas vendas ou elevações nas despesas reflita rapidamente em problemas financeiros para a empresa.

O objetivo final de qualquer empresa é o lucro, tanto para a sobrevivência do negócio, como para trazer retorno aos acionistas. Além disso, o lucro é também um importante indicador do desempenho econômico da empresa. Parente e Barki (2014) observa que, dentro de um processo gerencial, os resultados financeiros das operações são permanentemente avaliados pelos varejistas a fim de medir se os resultados obtidos pela empresa estão de acordo ou não com os objetivos traçados previamente.

Para Mattar (2011), a gestão financeira do varejo compreende as funções administrativas de planejamento, execução, controle e decisão da empresa. Dessa forma, Mattar (2011) e Parente e Barki (2014) argumentam que a gestão financeira do varejo abrange: fixação de objetivos e metas, efetuar o planejamento orçamentário e de fluxo de caixa, apurar o custo das mercadorias vendidas e realizar e acompanhar a execução dos planos financeiros.

Além do objetivo primordial das empresas – o lucro –, é razoável crer que os varejistas também almejem expandir seus negócios, tornando-os cada vez mais rentáveis. No entanto, para se expandir, não basta apenas que a empresa gere lucro ao acionista, mas também que ela disponha de um volume de capital suficiente para suprir às necessidades de financiamento da sua política de expansão.

Assim, para se expandirem no mercado as empresas necessitam de recursos financeiros, sejam eles próprios (dos acionistas e proprietários) ou de terceiros.

Segundo Mattar (2011), a estrutura de capital de uma empresa indica como será a divisão do financiamento com recursos próprios e recursos de terceiros. A opção escolhida para a estrutura de capital pode melhorar ou piorar os resultados de lucro por ação ou cotas de propriedade. Desta forma, a empresa deve estabelecer uma estrutura ótima de capital em que haja um equilíbrio entre os custos e benefícios da dívida e do capital próprio, de forma a maximizar seu resultado.

Mattar (2011), afirma que há duas formas de financiamento utilizadas no varejo: financiamento de vendas e financiamento de atividades. Para financiar as vendas, os varejistas podem recorrer a recursos próprios, recursos de fornecedores, bancos, financeiras e cartões de crédito. No entanto, Mattar (2011) salienta que utilizar recursos próprios no financiamento das vendas é uma prática pouco recomendada, uma vez que ao incluir os custos de financiamento no preço dos produtos, os varejistas pagam impostos diretos também sobre o valor desses financiamentos.

Pela mesma vertente, Parente e Barki (2014), afirma que o financiamento da atividade – renovação, modernização, expansão, capital de giro – os varejistas podem recorrer aos acionistas ou às linhas de financiamento de longo prazo através dos bancos comerciais e de investimentos.

#### 4.3 HISTORICO DAS EMPRESAS ESTUDADAS

O grupo das oito empresas analisadas neste trabalho está entre as vinte maiores empresas do varejo brasileiro com capital aberto, ou seja, cujo capital social é formado por ações livremente negociadas no mercado. Esse conjunto de oito empresas somou, em 2016, um faturamento de R\$ 73,7 bilhões, o que equivale a 44,20% do faturamento total das trinta e três empresas do varejo brasileiro listadas na B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, cujo faturamento total foi de R\$ 166,74 bilhões (SBVC, 2017).

Para fins de uma análise qualitativa, optou-se por delimitar o número de empresas a serem analisadas e dividi-las em quatro pares, possibilitando comparações entre as empresas dentro de seus respectivos segmentos de mercado. Neste subitem, será apresentado um resumo de cada uma das empresas que serão analisadas no próximo capítulo.

Para facilitar a comparação, os pares foram divididos em quadros com as principais informações referentes a cada empresa, que são: o ano de abertura de capital, os segmentos em que atuam, as marcas que possuem, o número de estados em que estão presentes, o faturamento bruto (valores nominais) e o número de lojas e funcionários nos anos de 2015 e 2016.

**Quadro 2 - Comparativo entre Arezzo S.A. e Alpargatas S.A.**

Arezzo S.A.	Abertura de capital	2011	
	Segmento	Moda, calçados e artigos esportivos.	
	Bandeiras	Arezzo, Schultz, Anacapri, Alexandre Birman, Fiever.	
	Número de Estados	27	
	Faturamento bruto (em milhares de reais)	<b>2015</b>	<b>2016</b>
		1.120.557	1.239.110
	Número de lojas	543	565
	Número de funcionários	2.106	2.233
Alpargatas S.A.	Abertura de capital	1910	
	Segmento	Moda, calçados e artigos esportivos	
	Bandeiras	Havaianas, Osklen, Timberland, Meggashop	
	Número de Estados	27	
	Faturamento bruto (em milhares de reais)	<b>2015</b>	<b>2016</b>
		6.145.198	6.451.578
	Número de lojas	538	633
	Número de funcionários	1.117	1.270

Fonte: SBVC (2017) e B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão (2017).



**Quadro 3 - Comparativo entre Lojas Renner S.A. e Guararapes S.A.**

Lojas Renner S.A.	Abertura de capital	1967	
	Segmento	Moda, calçados e artigos esportivos.	
	Bandeiras	Renner, Youcom, Camicado	
	Número de Estados	27	
	Faturamento bruto (em milhares de reais)	<b>2015</b>	<b>2016</b>
		7.398.446	7.644.642
	Número de lojas	312	444
	Número de funcionários	17.000	19.018
Guararapes (Riachuelo)	Abertura de capital	1970	
	Segmento	Moda, calçados e artigos esportivos	
	Bandeiras	Riachuelo	
	Número de Estados	26	
	Faturamento bruto (em milhares de reais)	<b>2015</b>	<b>2016</b>
		5.507.306	5.921.650
	Número de lojas	285	281
	Número de funcionários	25.167	18.611

Fonte: SBVC (2017) e B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão (2017).

**Quadro 4 - Comparativo entre B2W Digital e Magazine Luiza S.A.**

B2W Digital	Abertura de capital	2006	
	Segmento	Lojas de departamento, artigos do lar e mercadorias em geral.	
	Bandeiras	Americanas.com, Submarino, Shoptime, SouBarato, B2W Marketplace (Americanas Marketplace, Submarino Marketplace e Shoptime Marketplace), BIT Services (Sieve, Site Blindado, Sky Hub e Admatic), InfoPrice, BFF Logística (Click-Rodo e Direct), Submarino Finance e Digital Finance.	
	Número de Estados	27 (e-commerce)	
	Faturamento bruto (em milhares de reais)	<b>2015</b>	<b>2016</b>
		9.013.779	8.601.311
	Número de funcionários	16.862	12.903
Magazine Luiza S.A.	Abertura de capital	2011	
	Segmento	Eletrodomésticos	
	Bandeiras	Magazine Luiza, Luizacred, Luizaseg, Consórcio Luiza, Época Cosméticos	
	Número de Estados	16	
	Faturamento bruto (em milhares de reais)	<b>2015</b>	<b>2016</b>
		8.978.259	9.508.745
	Número de lojas	786	800
	Número de funcionários	20.500	19.600

Fonte: SBVC (2017) e B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão (2017).

**Quadro 5 - Comparativo entre Lojas Americanas S.A. e Via Varejo S.A.**

Lojas Americanas S.A.	Abertura de capital	1940	
	Segmento	Lojas de departamento, artigos do lar e mercadorias em geral.	
	Bandeiras	Lojas Americanas, Americanas Express	
	Número de Estados	27	
	Faturamento bruto (em milhares de reais)	<b>2015</b>	<b>2016</b>
		11.124.349	11.975.115
	Número de lojas	1041	1127
	Número de funcionários	20.715	21.166
Via Varejo S.A.	Abertura de capital	2013	
	Segmento	Eletrodomésticos	
	Bandeiras	Casas Bahia, Ponto Frio, Casas Bahia.com, PontoFrio.com, Cdiscount.com, Barateiro.com, Extra.com	
	Número de Estados	21	
	Faturamento bruto (em milhares de reais)	<b>2015</b>	<b>2016</b>
		21.818.000	22.293.000
	Número de lojas	1.014	975
	Número de funcionários	46.900	46.000

Fonte: SBVC (2017) e B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão (2017).

## 5 ANALISE DOS RESULTADOS

A partir da revisão teórica apresentada, pode-se observar que há diferentes métodos para se avaliar as finanças de uma empresa. Deste modo, nesse capítulo serão apresentadas os resultados obtidos nas análises dos demonstrativos financeiros das empresas varejistas à luz do capital de giro e da estrutura de capital.

As empresas analisadas atuam em diferentes segmentos do comércio varejista, como o de calçados, comércio eletrônico e vestuário. O objetivo desta escolha foi precisamente a de trazer um panorama geral do setor, analisando os principais *players* de cada segmento e, assim, permitindo uma visão abrangente do setor de varejo.

### 5.1 AREZZO S.A. E ALPARGATAS S.A.

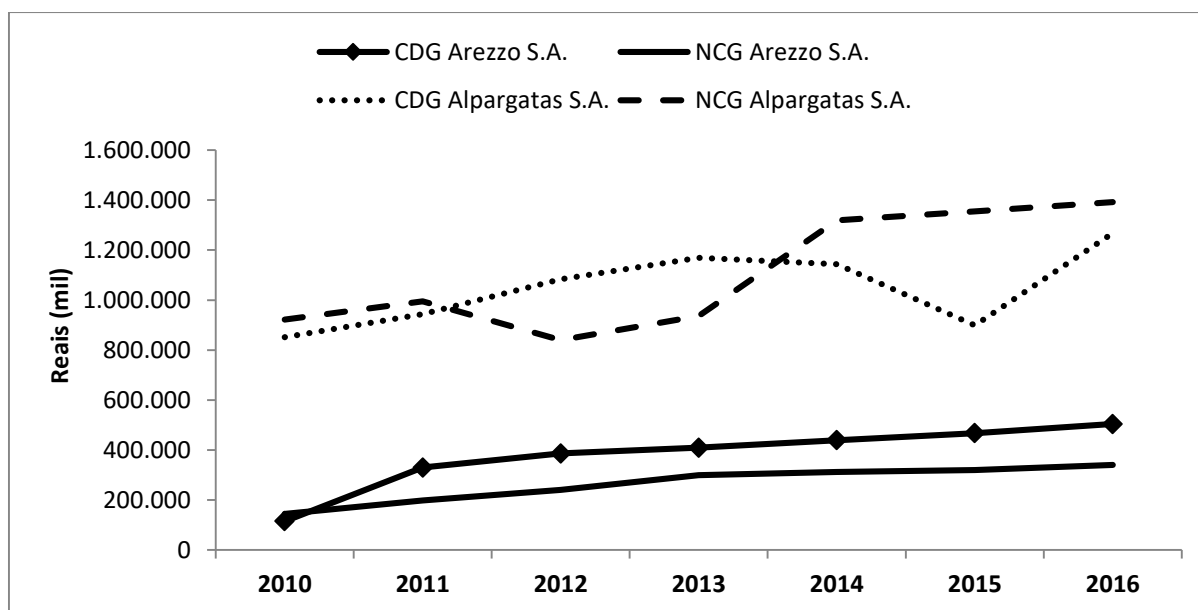
Conforme a revisão teórica realizada no Capítulo 2, o CDG deve preferencialmente ser positivo, o que indica uma maior folga financeira para a empresa. Essa condição demonstra que ela possui condições próprias de honrar suas obrigações de curto prazo, ou seja, indica que o volume de recursos de longo prazo da empresa (próprios ou de terceiros) é suficiente para financiar as necessidades de financiamento do circulante. Essa informação é muito importante, porém, isoladamente, ela não fornece subsídios para determinar a real situação de liquidez das empresas analisadas, tornando-se indispensável comparar a evolução do CDG em conjunto com a NCG.

No Gráfico 3, é possível comparar a evolução do CDG em relação à NCG das duas empresas ao longo do período de estudo. Verifica-se que o ano de 2010 foi o único em que a Arezzo S.A. teve CDG inferior à sua NCG, quando o CDG era de R\$ 115 milhões enquanto que a NCG era de R\$ 145 milhões. A partir de 2011, quando ocorreu a abertura de capital, a Arezzo S.A. apresentou CDG superior à NCG em todo o período e, conseqüentemente, um saldo de tesouraria positivo. Essa condição indica que os recursos financeiros de longo prazo são suficientes para cobrir as suas necessidades permanentes de capital de giro.

O crescente saldo de tesouraria no período mostra que a Arezzo S.A. possui um excedente de liquidez, demonstrando a capacidade da empresa em utilizar suas

fontes de longo prazo – passivo não circulante e patrimônio líquido – para atender às necessidades de financiamento dos ativos circulantes, sobrando um excesso de recursos em caixa para ser aplicado em ativos operacionais ou ainda distribuído aos acionistas.

**Gráfico 3 – Evolução do Capital de Giro e Necessidade de Capital de Giro Arezzo S.A. versus Alpargatas S.A.**



Fonte: Elaborado pelo autor.

Por outro lado, a Alpargatas S.A., com exceção aos exercícios de 2012 e 2013, apresentou NCG superior ao seu CDG no período, resultando em um saldo de tesouraria negativo. Esse fato mostra que a empresa não teve no período recursos de capital de giro suficientes para suprir sua necessidade de financiamento, tendo que captar empréstimos de curto prazo para suprir essa falta.

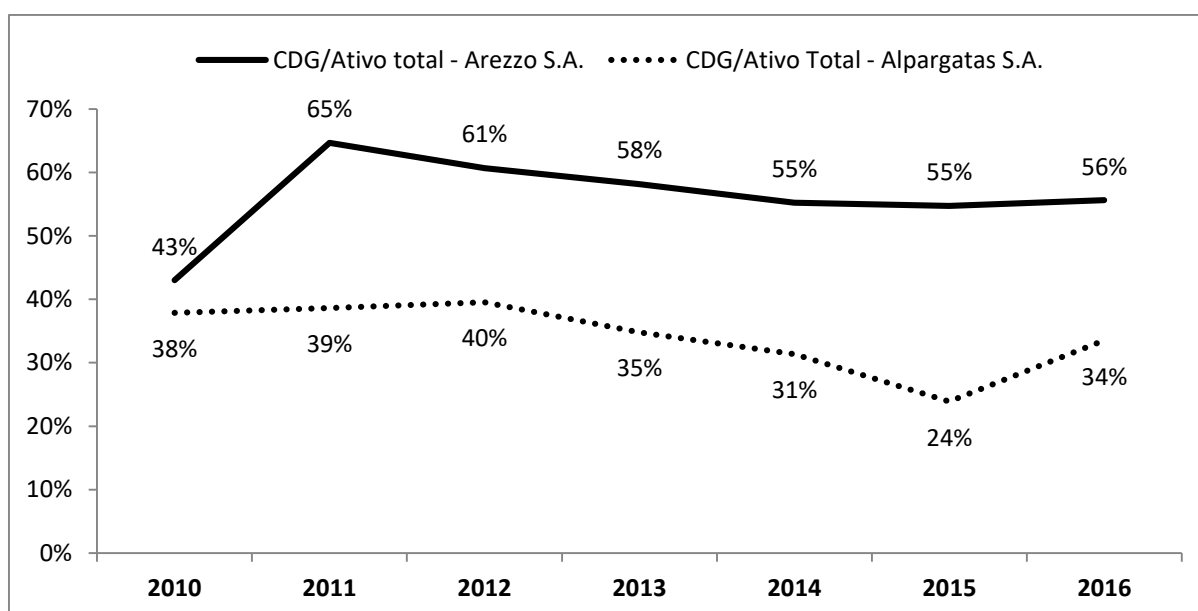
Pelo Gráfico 3, observa-se que no ano de 2015, esse descompasso é ainda mais evidente, quando a NCG é 1,5 vezes maior que o CDG. Por consequência, verifica-se um aumento no volume de empréstimos e financiamentos de curto prazo contraídos pela empresa neste ano (conforme Tabela 4, Anexo B) os quais representavam 38% do seu passivo circulante.

Através do Gráfico 4, é possível comparar a representatividade do CDG no ativo total das duas empresas no período entre 2010 e 2016. Observa-se que a Arezzo S.A., em todos os anos do período, apresenta maior representatividade do CDG em relação ao total de aplicações, em comparação com a Alpargatas S.A. A

média do período foi de 56% da Arezzo S.A. contra 34% da Alpargatas S.A., o que indica uma melhor relação de liquidez e superior capacidade de pagamento no curto prazo da primeira empresa. A baixa representatividade do CDG com relação ao total do ativo da Alpargatas S.A. indica um estreitamento na diferença entre as fontes de longo prazo e as aplicações em ativos de longo prazo, fato que pode comprometer, em determinado momento, a capacidade de pagamento da empresa.

Esse indicador, desta forma, corrobora com a análise do CDG *versus* a NCG realizada anteriormente, demonstrando uma melhor situação de liquidez da Arezzo S.A. em comparação com a Alpargatas S.A.

**Gráfico 4 – % Capital de Giro/Ativo Total Arezzo S.A. versus Alpargatas S.A.**

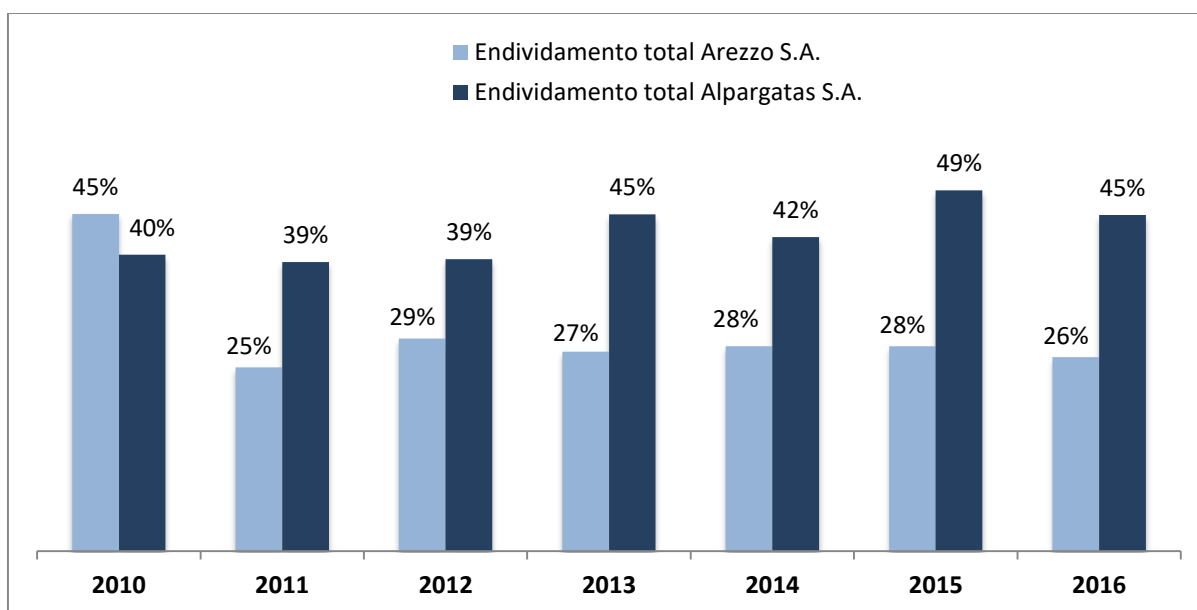


Fonte: Elaborado pelo autor.

Realizada a análise do capital de giro da Arezzo S.A. e da Alpargatas S.A., é fundamental analisar a estrutura de capital das duas empresas, ou seja, a forma com que elas financiam seus ativos através da combinação de recursos próprios e de recursos de terceiros. Através do Gráfico 5, é possível comparar o endividamento total das duas empresas no período de estudo, revelando qual a participação de recursos de terceiros nas suas estruturas de capital. Observa-se que a Arezzo S.A. entre os anos de 2010 e 2016 teve uma redução do seu endividamento total de 45% para 26%. No ano de 2010 a empresa apresenta o seu maior valor de endividamento, indicando que neste ano 45% do seu ativo total encontrava-se financiado por dívidas e 55% por capital próprio. A partir de 2011 este percentual cai

para 25%, mantendo-se praticamente constante nos outros anos do período, com uma média de 27% de endividamento total. Esse valor indica uma baixa dependência financeira da Arezzo S.A. com relação a suas exigibilidades totais, ou seja, pela utilização de capital de terceiros.

**Gráfico 5 – Evolução do Endividamento Total Arezzo S.A versus Alpargatas S.A.**



Fonte: Elaborado pelo autor.

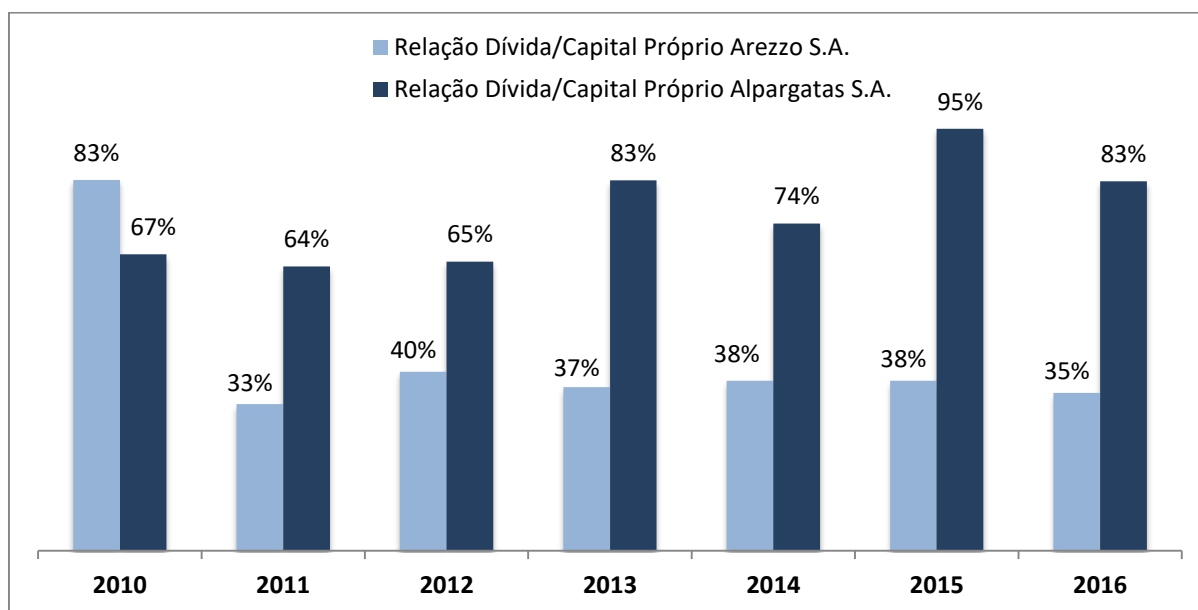
Pelo Gráfico 5, observa-se que a Alpargatas S.A., por sua vez, apresenta endividamento total superior ao da Arezzo S.A. no período analisado. Apesar do valor deste indicador praticamente ter se mantido constante, a Alpargatas S.A. apresenta uma média de 43% de endividamento no período o que demonstra que 43% do ativo total da empresa encontra-se financiado por recursos de terceiros.

No ano de 2015, esse percentual atinge o maior nível do período chegando a 49% de endividamento, e voltando ao patamar de 45% em 2016. Nota-se que comparado à Arezzo S.A., a Alpargatas S.A. utiliza quase 50% de recursos de terceiros na sua estrutura de capital, demonstrando uma alavancagem superior à da primeira empresa e uma dependência maior com relação ao uso de dívidas para financiar a sua operação.

Conforme o Gráfico 6, é possível comparar a relação entre as dívidas (de curto e longo prazos) e o capital próprio das duas empresas, cujo objetivo é medir as contribuições relativas de recursos de terceiros (dívidas) e de recursos próprios na estrutura de capital. Em 2010, antes da abertura de capital, observa-se que a Arezzo

S.A., apresentava 83% de endividamento, o que significa que para cada R\$ 1.000,00 de recursos dos acionistas (capital próprio) a empresa tomou R\$ 830,00 de dívidas, ou seja, neste ano, as dívidas correspondem a 83% do seu capital próprio. A partir de 2011, esse percentual cai significativamente para 33%, mantendo-se estável no restante do período, com média de 37%.

**Gráfico 6 – Relação Dívida/Capital Próprio Arezzo S.A versus Alpargatas S.A.**



Fonte: Elaborado pelo autor.

A Alpargatas, por sua vez, apresentou endividamento elevado em todo o período de estudo, sobretudo a partir de 2013, como é possível verificar no Gráfico 6. Entre os anos de 2010 e 2016, houve um aumento na participação de recursos de terceiros com relação ao seu patrimônio líquido de 67% para 83%, o que em valores absolutos representa 24% de crescimento.

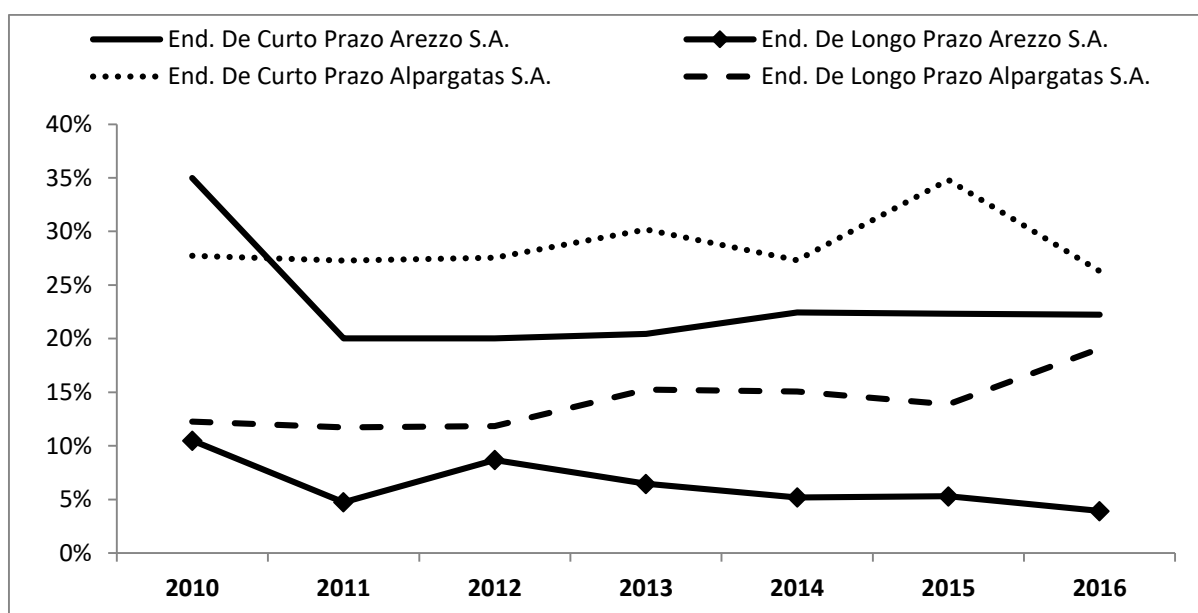
Em 2015, a empresa atinge o nível máximo de endividamento, indicando que as dívidas representam 95% do capital próprio da empresa. Em outras palavras, esse percentual demonstra que para cada R\$ 1000,00 de recursos próprios, a Alpargatas S.A. assumiu R\$ 950,00 de dívidas. Isso ocorre pelo aumento do endividamento de curto prazo da empresa que em 2015 atingiu R\$ 495 milhões (maior valor do período). Neste mesmo ano, verifica-se um correspondente aumento da conta “fornecedores”, sinalizando que empresa contraiu dívidas de curto prazo para pagar suas obrigações com fornecedores.

Os dois indicadores financeiros analisados (endividamento total e índice dívida/capital próprio) revelam uma alta participação dívidas na estrutura de capital da Alpargatas S.A. em comparação com a Arezzo S.A., o que torna a empresa com maior alavancagem financeira. A seguir, será analisada a composição do endividamento das duas empresas.

Através do Gráfico 7, pode-se comparar o endividamento das duas empresas somente pelas dívidas de curto e longo prazo em relação ao ativo total, revelando o endividamento das empresas em função da maturidades dos seus passivos. Verifica-se que no período de análise a composição do endividamento da Arezzo S.A. é majoritariamente formada por dívidas de curto prazo.

No ano de 2010, percebe-se que a empresa apresenta o maior percentual de endividamento de curto prazo (35%), caindo para 20% em 2011 e mantendo-se praticamente constante nos outros anos do período. A média do período entre 2010 e 2016 é de 23% indicando que para financiar o seu ativo total a Arezzo S.A. utiliza 23% de dívidas de curto prazo. Paralelamente, verifica-se uma redução do endividamento de longo prazo no período, o que revela a preferência da empresa em utilizar financiamentos com maturidades de pagamento menores, em virtude do seu menor custo de capital.

**Gráfico 7 – Evolução do Endividamento de Curto e Longo Prazo Arezzo S.A versus Alpargatas S.A.**



Fonte: Elaborado pelo autor.



Essa mesma dinâmica é verificada na Alpargatas S.A. cuja composição do endividamento é predominantemente formada por dívidas de curto prazo. Pelo Gráfico 7 verifica-se que a empresa mantém um percentual constante de endividamento de curto prazo até o ano de 2012 (27%). Entre 2014 e 2015 a proporção de dívidas de curto prazo se eleva para 35 % atingindo o nível máximo do período (35%) em 2015. Neste mesmo ano, em paralelo, nota-se uma redução no percentual de dívidas de longo prazo da Alpargatas S.A. indicando uma substituição na sua composição de endividamento da empresa. Em 2016, o percentual de dívidas de curto prazo cai para 26% (menor valor do período), em contrapartida, aumenta o endividamento de longo prazo (19%).

No período entre 2010 e 2016, o percentual médio de recursos de terceiros de curto prazo utilizados pela Alpargatas S.A. foi de 29%, ou seja, mostra que 29% do ativo total da empresa são financiados por obrigações de curto prazo; em outras palavras, indica que para cada R\$ 1000,00 investido em seu ativo, R\$ 290,00 são financiados por recursos de terceiros de curto prazo, com exigibilidade inferior a um ano.

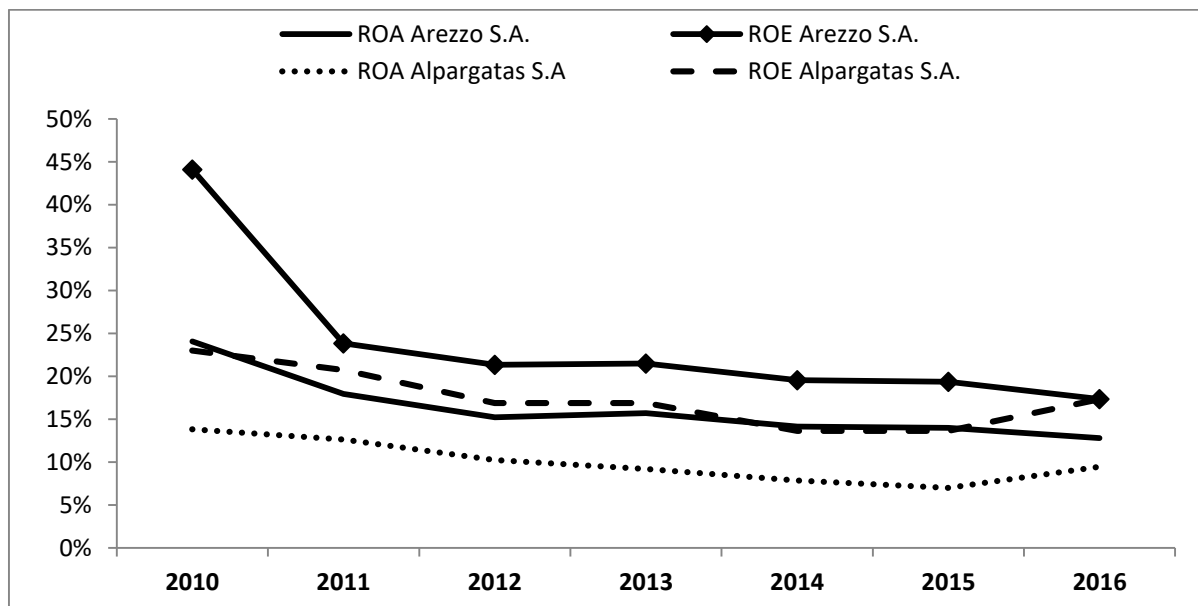
Desta forma, observa-se que as duas empresas utilizam uma maior proporção de recursos de terceiros de curto prazo para financiar seus ativos, a Arezzo com percentual médio de 23% no período contra 29% da Alpargatas S.A., demonstrando que a última é a que apresenta maior percentual de endividamento de curto prazo.

Pela análise do capital de giro e da estrutura de capital, conclui-se que a Arezzo S.A. é a empresa que possui melhor relação de liquidez e menor endividamento. Através do CDG verificou-se que a Arezzo S.A. apresenta recursos financeiros suficientes para cobrir suas necessidades de giro, tendo menor dependência em relação a fontes de curto prazo para financiar as contas do ativo circulante. A Alpargatas S.A., por outro lado, não apresenta a mesma folga financeira, demonstrando insuficiência de capital de giro para atender as necessidades de financiamento do circulante, precisando captar empréstimos no curto prazo para suprir essa falta de recursos.

Realizada a análise da estrutura de capital da Arezzo S.A. e da Alpargatas S.A., é importante avaliar se o endividamento pode influenciar a rentabilidade dessas empresas. Pelo Gráfico 8 é possível comparar o ROE e o ROA das duas empresas no período analisado. Observa-se que a Arezzo S.A. apresentou maior retorno sobre ativo (ROA) em comparação com a Alpargatas S.A. O mesmo ocorre

quando se verifica o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) da empresa que, durante todo o período, foi superior ao da Alpargatas S.A.

**Gráfico 8 – Indicadores de rentabilidade Arezzo S.A. versus Alpargatas S.A.**



Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme os resultados obtidos nos indicadores de endividamento total e na relação dívida/capital próprio, no período de 2010 a 2016, a Arezzo S.A. apresentou endividamento inferior ao da Alpargatas S.A. demonstrando, dessa forma, uma relação inversa entre o seu endividamento e a rentabilidade. Esse fato demonstra que o elevado custo de financiamento – em razão dos juros da dívida – pode ter influenciado negativamente na rentabilidade da Alpargatas S.A. Observa-se que os anos em que a empresa apresentou maior endividamento (como em 2013 e 2015), consequentemente, foram os anos do período em que a empresa obteve menor ROA, ou seja, 9% em 2013 e 7% em 2015. Igualmente, pela análise do ROE, verifica-se que o indicador apresentou percentual de 17% (2013) e 14% (2015), conforme se verifica no Gráfico 8.

## 5.2 LOJAS RENNER S.A. E GUARARAPES CONFECÇÕES S.A.

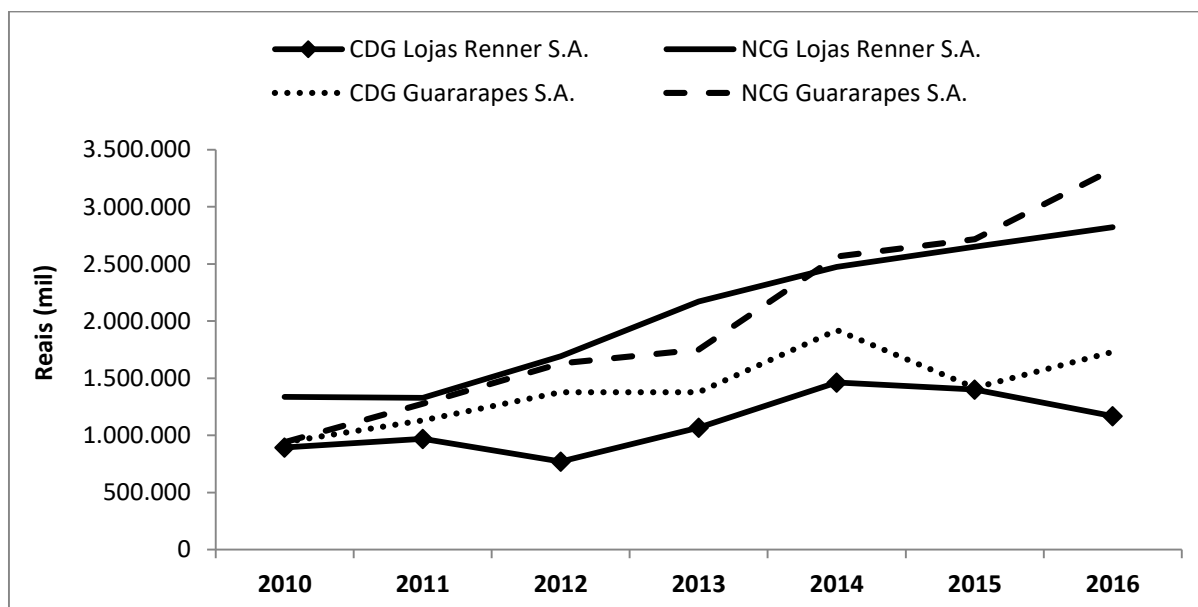
Através do Gráfico 9, é possível comparar a evolução do CDG em relação à NCG das Lojas Renner S.A. e da Guararapes S.A. no período analisado. Verifica-se

que de 2010 a 2016 as Lojas Renner S.A. apresentou CDG inferior à NCG em todos os anos, resultando em um crescente saldo de tesouraria negativo no período analisado. Essa condição demonstra que a empresa não apresentou recursos de capital de giro suficientes para cobrir as suas necessidades de capital de giro, tendo que contrair empréstimos no curto prazo para financiar as operações.

Essa diferença é ainda maior nos anos de 2012, 2013 e 2016 quando o valor da NCG das Lojas Renner S.A. atingiu 2,2, 2,0 e 2,4 vezes o CDG, respectivamente. Paralelamente, nestes anos, se verifica um aumento no volume de empréstimos de curto prazo contraídos da empresa, que atingem os maiores valores do período (conforme Tabela 9, Anexo C). No ano de 2012, 27% do passivo circulante da empresa era representado por financiamentos de curto prazo, mantendo-se em 25% em 2013 e em 26% em 2016.

Dessa forma as Lojas Renner S.A. dá sinais de uma eventual inadequação na sua estrutura de capital, de tal forma que a necessidade de aportes financeiros – derivada do saldo de tesouraria negativo – vem sendo continuamente suprida por endividamento de curto prazo.

**Gráfico 9 – Evolução do Capital de Giro e Necessidade de Capital de Giro Lojas Renner S.A. versus Guararapes S.A.**



Fonte: Elaborado pelo autor.

A Guararapes S.A., da mesma forma, apresentou CDG inferior à NCG em todos os anos do período, resultando em um saldo de tesouraria negativo no período

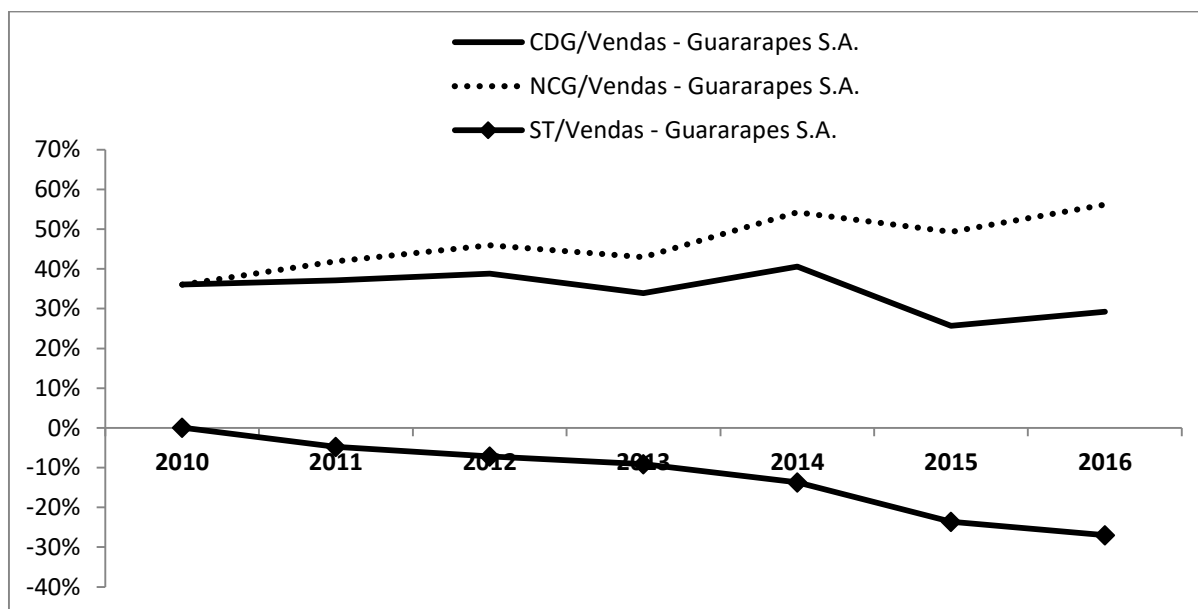
analisado, tal qual às Lojas Renner S.A. Essa condição significa que o seu capital de giro não foi suficiente para fazer frente às necessidades de capital de giro e, por isso, a empresa precisou captar empréstimos de curto prazo para suprir essa falta.

Conforme mostra o Gráfico 9, nota-se um crescimento da diferença entre o CGD e a NCG da Guararapes S.A. durante o período analisado e, consequentemente, um crescente saldo de tesouraria negativo. Essa diferença agrava-se a partir de 2013 quando a NCG é de 1,3 vezes o CDG atingindo 2,0 vezes em 2016 (valor máximo do período).

Observa-se ainda que ao longo do período houve um crescimento contínuo e acentuado no volume de empréstimos de curto prazo de R\$ 75 milhões em 2010 para R\$ 931 milhões em 2016 (conforme Tabela 11, Anexo D), o que sinaliza um possível desequilíbrio financeiro da empresa, uma vez que há um crescimento desproporcional do endividamento de curto prazo na sua estrutura de capital.

Essa tendência ao desequilíbrio financeiro pode ser verificada analisando a evolução do saldo de tesouraria em relação à variação nas vendas, conforme mostra o Gráfico 10.

**Gráfico 10 – Evolução das relações NCG/Vendas, CDG/Vendas e ST/Vendas da Guararapes S.A.**



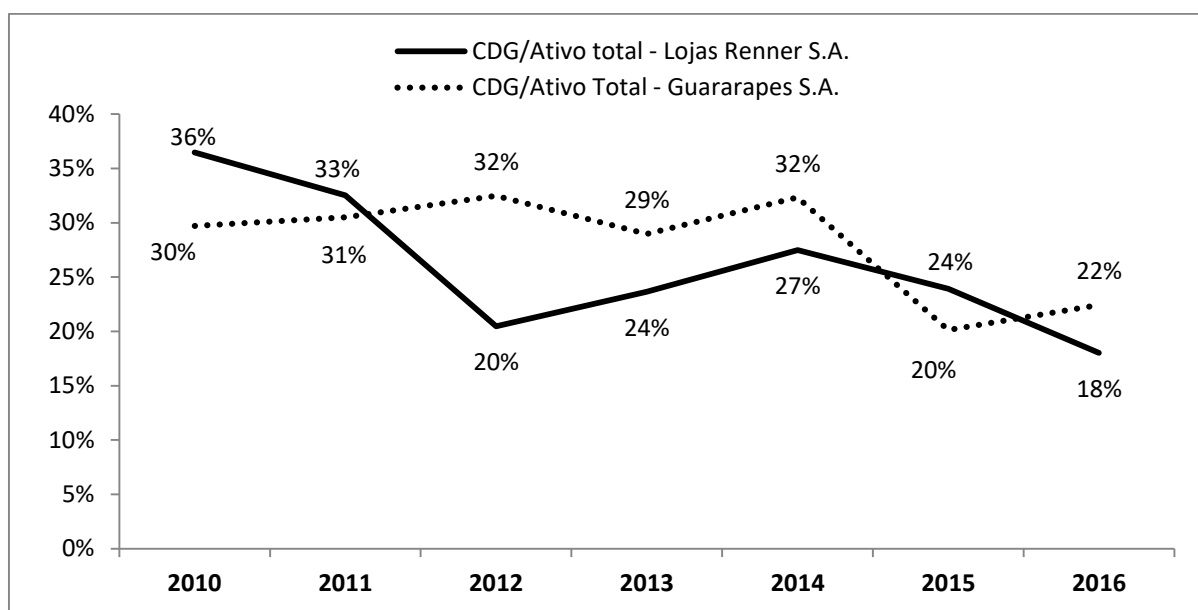
Fonte: Elaborado pelo autor.

Observa-se pelo Gráfico 10 que o percentual NCG/Vendas cresce de forma mais rápida do que o percentual CDG/Vendas, o que significa que na medida em

que a necessidade de capital de giro cresce com o aumento das vendas, a formação do capital de giro não é suficiente para acompanhar essa maior necessidade de financiamento, fazendo com que o saldo de tesouraria negativo se agrave de forma continuada. Essa situação indica que a Guararapes S.A. incorre no efeito tesoura, situação em que o percentual ST/Vendas é negativo e cresce de maneira continuada fazendo com que a empresa supra sua NCG por endividamento de curto prazo.

Pelo Gráfico 11 compara-se a representatividade do CDG no ativo total das duas empresas no período entre 2010 e 2016. Observa-se que Guararapes S.A. em grande parte dos anos do período, apresentou maior percentual de CDG em relação ao total de aplicações, em comparação com as Lojas Renner S.A.. Somente nos anos de 2010, 2011 e 2015, esse percentual teve valor inferior, como se verifica no Gráfico 11. A média do período foi de 28% da Guararapes S.A. contra 26% das Lojas Renner S.A..

**Gráfico 11 – % Capital de Giro/Ativo Total Lojas Renner S.A. versus Guararapes S.A.**



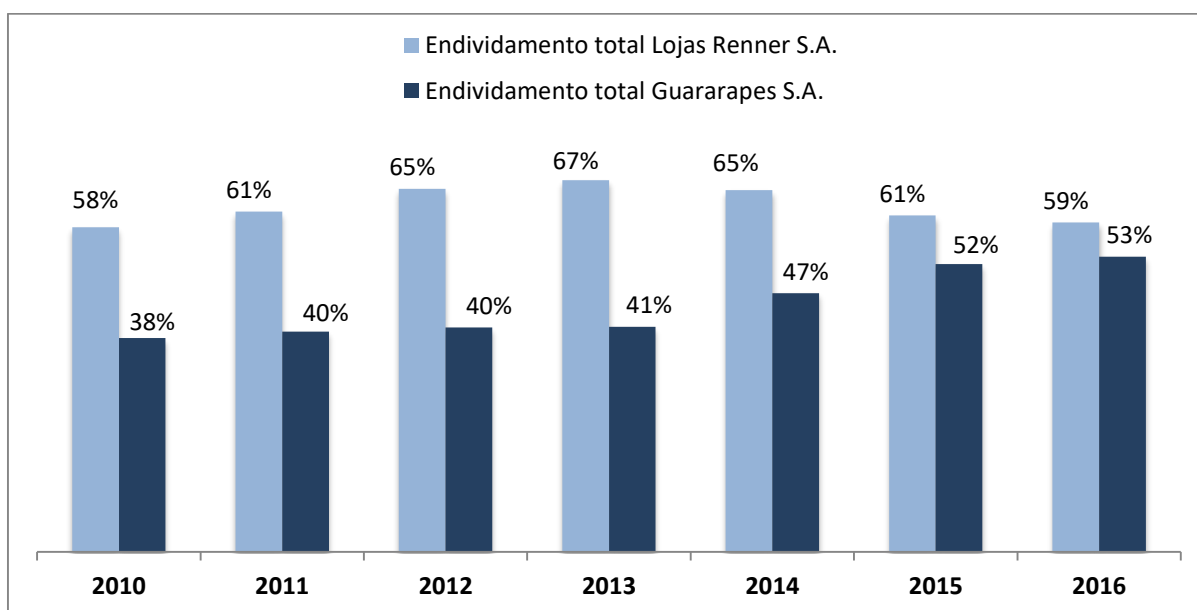
Fonte: Elaborado pelo autor.

Apesar das médias desse indicador apresentar valores muito próximos para as duas empresas, analisando os indicadores de liquidez pode-se conjecturar que as Lojas Renner S.A. parece estar passando por uma maior dependência de financiamentos de curto prazo para suprir suas necessidades de financiamento, uma vez que apresentou um crescente saldo de tesouraria negativo no período. Se essa

dependência crescer de maneira contínua e acentuada poderá a empresa enfrentar um desequilíbrio financeiro, o que poderá comprometer sua liquidez e capacidade de pagamento. A Guararapes S.A., por sua vez, parece apresentar uma tendência ao desequilíbrio financeiro, que se verifica pelo crescimento contínuo e acentuado do volume de empréstimos de curto prazo ao longo do período analisado, somado ao efeito tesoura. Desta forma, deduz-se que as Lojas Renner S.A., no período analisado, demonstra uma melhor situação de liquidez em comparação com a Guararapes S.A.

A fim de compreender a estrutura de capital das duas empresas analisadas é necessário avaliar o seu endividamento, ou seja, a maneira pela qual elas financiam seus ativos. Pelo Gráfico 12, pode-se comparar o endividamento total das Lojas Renner S.A. e da Guararapes S.A. no período de estudo, identificando a proporção de recursos de terceiros nas suas estruturas de capital.

Verifica-se que entre os anos de 2010 e 2016 as Lojas Renner S.A. apresentou um alto percentual de endividamento total (média de 62% no período), embora essa proporção tenha se mantido quase que constante no decorrer dos anos. No ano de 2013, a empresa tem o seu maior valor de endividamento total, indicando que 67% do total de investimentos encontrava-se financiado por dívidas (recursos de credores) e somente 33% por recursos próprios, o que significa um elevado grau de dependência financeira das Lojas Renner S.A. pela utilização de recursos de terceiros.

**Gráfico 12 – Evolução do Endividamento Total Lojas Renner S.A versus Guararapes S.A.**

Fonte: Elaborado pelo autor.

Pelo Gráfico 12, nota-se que a Guararapes S.A., por sua vez, apresentou no período um endividamento total inferior ao das Lojas Renner S.A., com média de 44% frente a 67% da última empresa. Todavia, percebe-se que não houve um crescimento do seu endividamento total de 38% em 2010, para 53% em 2016 (valor máximo do período) indicando um aumento da participação de recursos de credores na sua estrutura de capital. Desta forma, verifica-se uma alavancagem superior das Lojas Renner S.A. em comparação com a Guararapes S.A.

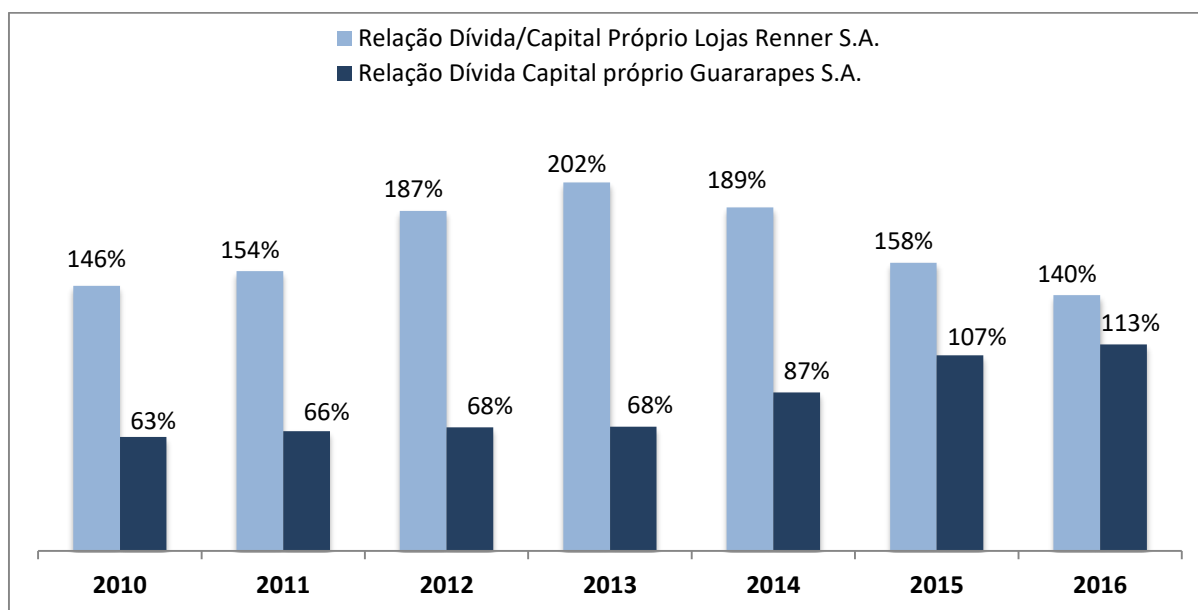
Através do Gráfico 13, pode-se comparar a relação entre o capital de terceiros e o capital próprio (patrimônio líquido) das Lojas Renner S.A. e da Alpargatas S.A. no período de estudo. Esse indicador é fundamental, pois permite identificar quanto a empresa tomou de empréstimo para cada unidade de capital próprio investido. Verifica-se que no período de 2010 a 2016 as Lojas Renner S.A. apresentou um elevadíssimo grau de endividamento, com média de 168% no período, indicando que os recursos de terceiros (dívidas) correspondem, em média, 2,7 vezes o patrimônio líquido da empresa.

Nos anos de 2012, 2013 e 2014 houve um significativo crescimento da participação de recursos de terceiros com relação ao seu patrimônio líquido, atingindo os valores de 187%, 202% e 189% de endividamento, respectivamente. No Gráfico 13, identifica-se que no ano de 2013 as Lojas Renner S.A. apresentaram o maior valor no índice dívida/capital próprio do período, indicando que para cada R\$

1000,00 de recursos investidos pelos acionistas a empresa contraiu R\$ 2020,00 de dívidas. Desta forma, em 2013, as dívidas representavam 202% do seu capital próprio, ou seja, aproximadamente 3,0 vezes o seu patrimônio líquido. Esse crescimento do endividamento decorre do aumento do endividamento de longo prazo das Lojas Renner S.A. que nos anos de 2012, 2013 e 2014 atingiu 645 milhões, 1,0 bilhão e 1,4 bilhão de reais, respectivamente, o que corresponde a 26%, 35% e 40% do total de dívidas da empresa.

Nota-se pelo Gráfico 13, que a partir de 2015 a relação entre capital próprio e capital de terceiros começa a reduzir, chegando a 158 % de endividamento neste ano e 140% em 2016, quando atinge o menor valor do período. Nestes anos, paralelamente, verifica-se uma redução de 26% nas dívidas de longo prazo das Lojas Renner S.A., que cai de 1,2 bilhão em 2015 para 880 milhões em 2016.

**Gráfico 13 – Relação Dívida/Capital Próprio Lojas Renner S.A versus Guararapes S.A.**



Fonte: Elaborado pelo autor.

A Guararapes S.A., de maneira semelhante, também apresenta um endividamento elevado no período, todavia inferior ao das Lojas Renner S.A.. É possível perceber pelo Gráfico 13 que entre os anos de 2010 e 2016 a Guararapes S.A. teve um crescimento da participação de recursos de terceiros em relação ao seu patrimônio líquido de 63% para 113%, o que representa um aumento de 79% no período. Esse crescimento se justifica pelo aumento do endividamento de curto



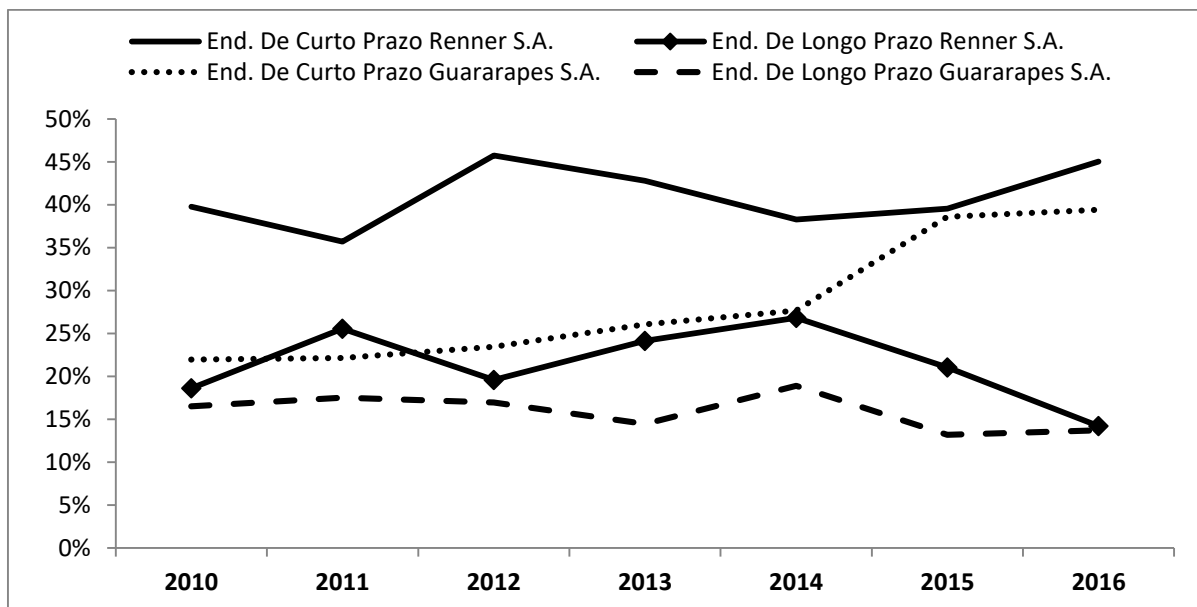
prazo da Guararapes S.A., de R\$ 75 milhões em 2010 para R\$ 931 milhões em 2016. Nos anos de 2014, 2015 e 2016, esse percentual se eleva significativamente, atingindo 87%, 107% e 113%, respectivamente. Isso é explicado pela maior quantidade de recursos de terceiros de curto prazo contraídos pela empresa nestes anos, que subiu de R\$ 2,7 bilhões (2014) para R\$ 4,1 bilhões (2016). A média do período foi de 82%, mostrando que para cada R\$ 1000,00 de recursos próprios a empresa assumiu R\$ 820,00 de dívidas.

Os dois indicadores financeiros analisados (endividamento total e índice dívida/capital próprio) revelam uma elevada dependência financeira com relação à utilização de recursos de terceiros no financiamento do seu ativo, assim como alto grau de alavancagem financeira das Lojas Renner S.A. comparado com a Guararapes S.A., apresentando alta participação de dívidas na sua estrutura de capital. A seguir, será analisada a composição do endividamento das duas empresas em função da maturidade dos seus passivos.

Pelo gráfico 14, é possível comparar a composição do endividamento das duas empresas em relação às dívidas de curto e longo prazo. No período analisado, verifica-se que a composição do endividamento das Lojas Renner S.A. é predominantemente formado por dívidas de curto prazo. A média do período entre 2010 e 2016 é de 41%, o que demonstra que para financiar o seu ativo total, a Lojas Renner S.A. utiliza, em média, 41% de dívidas de curto prazo, ou seja, com exigibilidade menor que um ano.

Verifica-se através do Gráfico 14 que entre os anos de 2011 e 2012 houve um crescimento de 36% para 46% no endividamento de curto prazo da empresa, caindo para 43% em 2013 e para 38% em 2014. A partir deste ano, a proporção de dívidas de curto prazo volta a crescer atingindo 45% em 2016. No Gráfico 14, é possível notar que o comportamento das curvas de curto prazo e longo prazo das Lojas Renner S.A. apresenta movimentos opostos, indicando que à medida que aumenta o percentual de obrigações de curto prazo, reduz a proporção de obrigações de longo prazo, revelando uma substituição na maturidade dos passivos da empresa.

**Gráfico 14 – Evolução do Endividamento de Curto e Longo Prazo Lojas Renner S.A versus Guararapes S.A.**



Fonte: Elaborado pelo autor.

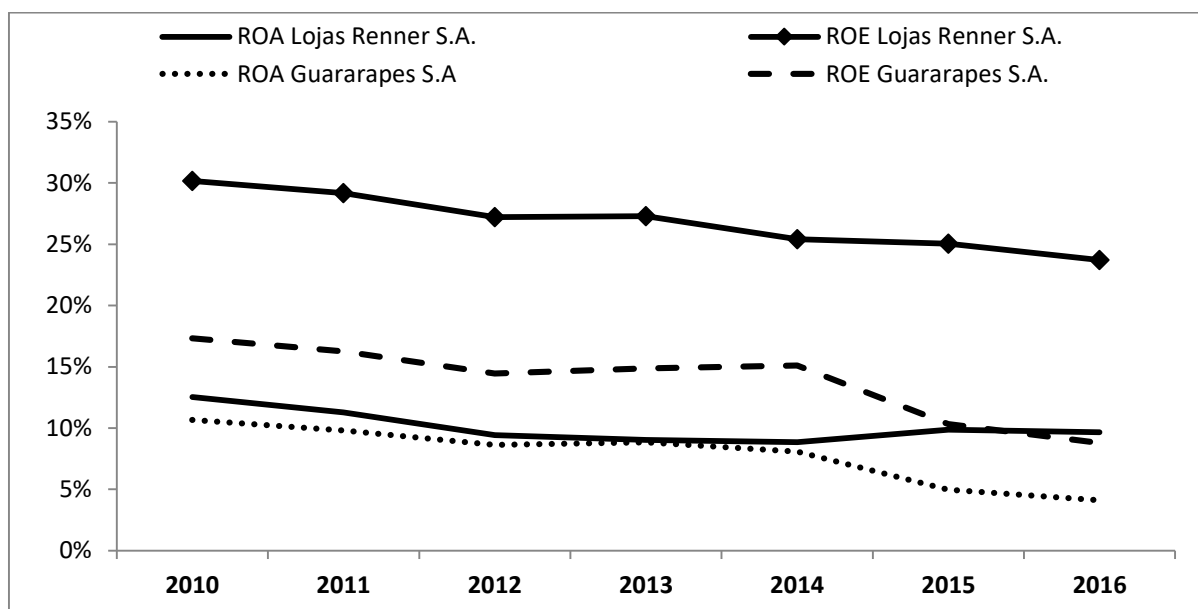
Da mesma forma, a Guararapes S.A. apresenta uma predominância de obrigações de curto prazo na composição do seu endividamento, com média de 28% no período. Pelo Gráfico 14, observa-se um crescimento na proporção de dívidas de curto prazo de 22% em 2010 para 39% em 2016, resultado do aumento do passivo circulante da empresa de 75 milhões em 2010 para 931 milhões em 2016. Esse crescimento é ainda mais expressivo a partir de 2014, quando a proporção de dívidas de curto prazo da empresa sobe de 28% para 39% em 2016, ocasionado pelo crescimento de 85% do passivo circulante da empresa neste período.

O percentual médio de endividamento de curto prazo da Alpargatas S.A. foi de 28% contra 41% das Lojas Renner S.A., o que implica que para cada R\$ 1000,00 investido em seu ativo, R\$ 410, 00 são financiados por recursos de terceiros de curto prazo, demonstrando que as Lojas Renner S.A. é a empresa que apresenta maior percentual de endividamento de curto prazo.

Realizada a análise da estrutura de capital das Lojas Renner S.A. e da Guararapes S.A., é importante avaliar se o endividamento pode influenciar a rentabilidade dessas empresas. Através do Gráfico 15 é possível comparar o ROE e o ROA das duas empresas no período analisado. Observa-se que as Lojas Renner S.A apresentaram maior retorno sobre ativo (ROA) em comparação com a Guararapes S.A. O mesmo ocorre quando se verifica o seu retorno sobre o

patrimônio líquido (ROE) que, durante todo o período, foi superior ao da Alpargatas S.A.

**Gráfico 15 – Indicadores de rentabilidade Lojas Renner S.A. versus Guararapes S.A.**



Fonte: Elaborado pelo autor.

Observa-se que, neste caso, apesar das Lojas Renner S.A. ter apresentado maior percentual de endividamento nos indicadores analisados, foi a empresa que obteve maior rentabilidade no período. Nota-se pelo Gráfico 15 que entre os anos de 2010 a 2016 o ROA das Lojas Renner S.A. foi superior ao da Guararapes S.A., com média no período de 10,1% contra 7,9% da última empresa. O mesmo se verifica com o ROE que apresentou média de 27% frente a 13,9% da Guararapes S.A.

A dívida, dessa forma, pode ter tido influencia positiva no resultado das Lojas Renner S.A. através do benefício tributário proporcionado, uma vez que os juros podem ser deduzidos do lucro tributável reduzindo o volume de impostos a recolher. Dessa forma, a alavancagem das Lojas Renner, através do endividamento, pode ter resultado em um ganho proporcionado pelo benefício fiscal.

### 5.3 B2W DIGITAL E MAGAZINE LUIZA S.A.

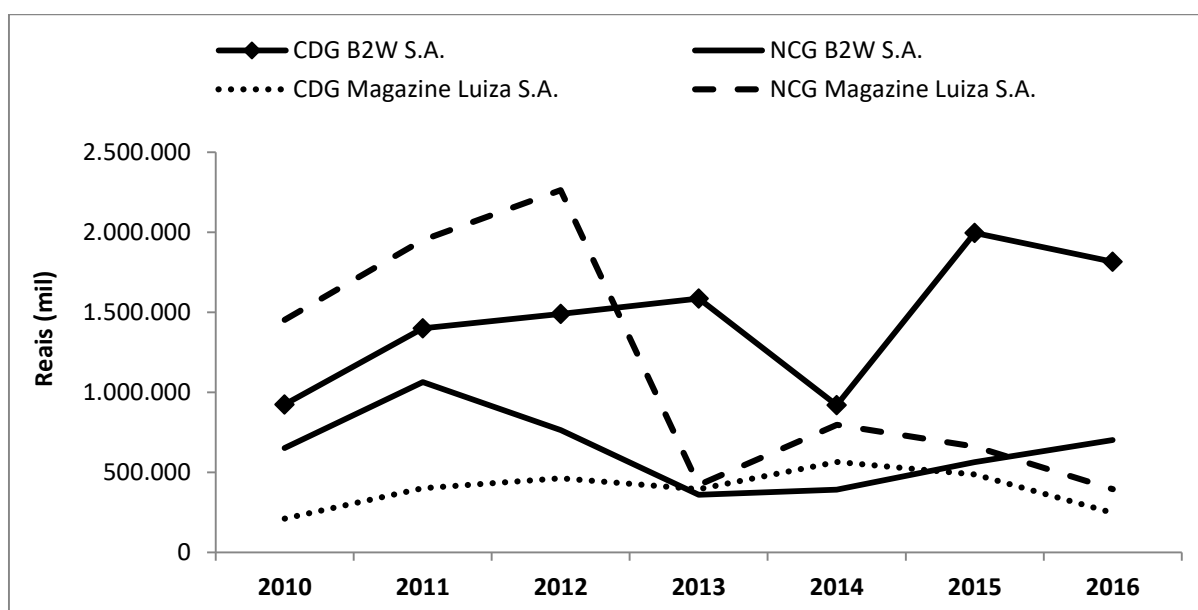
Pelo Gráfico 16, compara-se a evolução do CDG em relação à NCG da B2W Digital e do Magazine Luiza S.A. no período de análise. É possível observar que de 2010 a 2016 a B2W apresentou CDG superior à sua NCG em todos os anos,

resultando em um saldo de tesouraria positivo no período. Essa condição mostra que a empresa apresentou recursos de capital de giro suficientes para suprir suas necessidades de financiamento.

No período analisado, a média do CDG da B2W foi de 2,5 vezes a sua NCG, atingindo os maiores valores em 2013 e 2015, quando o CDG foi de 4,4 vezes e 3,5 vezes a NCG, respectivamente. Observa-se no Gráfico 16 uma queda acentuada do CDG em relação à NCG no ano de 2014, porém ainda mantendo um saldo de tesouraria positivo neste ano. Essa queda é resultado da redução do valor do passivo não circulante da empresa, sobretudo pela redução do volume de empréstimos de longo prazo contraídos, que somaram R\$ 1,3 bilhão em 2014 contra 3,1 bilhões em 2013, como mostra a Tabela 10 (Apêndice E).

Assim, o saldo de tesouraria positivo no período mostra que as fontes de recursos de longo prazo da empresa foram suficientes para atender às necessidades de financiamento dos ativos circulantes – ou seja, para financiar suas operações de giro – sobrando um excesso de recursos para ser aplicado. Esse excesso de recursos representa uma reserva financeira para fazer frente a eventuais expansões de investimento operacional em giro e também uma margem de segurança financeira que indica sua capacidade interna de financiar o crescimento da atividade operacional.

**Gráfico 16 – Evolução do Capital de Giro e Necessidade de Capital de Giro B2W Digital versus Magazine Luiza S.A.**



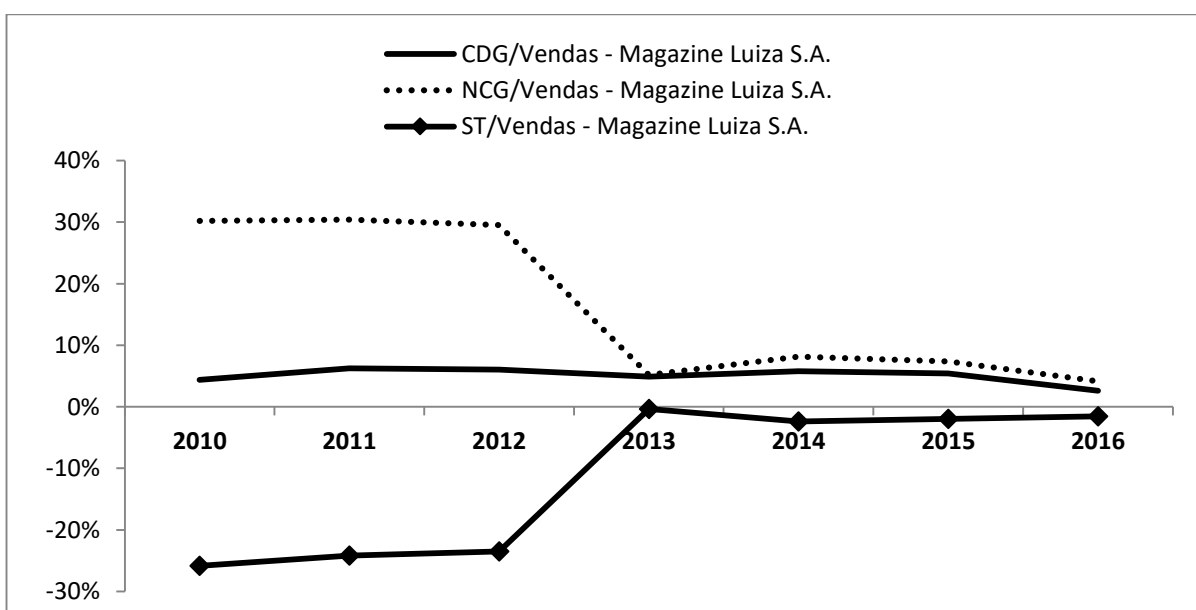
Fonte: Elaborado pelo autor.

O Magazine Luiza S.A., ao contrário, apresentou CDG inferior à NCG em todos os anos do período (Gráfico 16), resultando em um saldo de tesouraria negativo no período. Essa situação demonstra que a empresa não apresentou recursos de capital de giro suficientes para cobrir suas necessidades de capital de giro, tendo que tomar empréstimos no curto prazo para suprir essa falta de recursos. Isso é evidenciado pelo crescimento acentuado no volume de empréstimos de curto prazo contraídos pela empresa ao longo do período, de R\$ 108 milhões em 2010 para R\$ 838 milhões em 2016 (conforme Tabela 11, Anexo D).

Conforme mostra o Gráfico 17, há um crescimento na diferença entre o CDG e a NCG nos anos de 2010, 2011 e 2012 em relação ao volume de vendas. Nestes anos a NCG foi, respectivamente, 6,9, 5,0 e 4,8 vezes maior que o CDG, aumentando, por consequência, o montante de empréstimos de curto prazo captados pelo Magazine Luiza S.A. para saldar a diferença.

No entanto, a partir de 2013, nota-se um forte ajustamento entre o CDG e a NCG em relação às vendas da empresa e, conseqüentemente, um aumento (em módulo) do saldo de tesouraria em relação às vendas. Verifica-se, a partir de 2013, uma redução da NCG em comparação aos anos anteriores em razão do aumento das contas operacionais do ativo circulante. Esse ajustamento é claramente verificado no Gráfico 17.

**Gráfico 17 – Evolução das relações NCG/Vendas, CDG/Vendas e ST/Vendas do Magazine Luiza S.A.**



Fonte: Elaborado pelo autor.

Importante ressaltar que o Magazine Luiza S.A., ao contrario de outras empresas varejistas como a própria B2W Digital, possui uma financeira dentro do grupo controlador, o que possibilita à empresa ter acesso a fontes de financiamentos com custo relativamente baixo. Isso é um duplo benefício para a empresa, pois possibilita, de um lado, fomentar as vendas – pelo crédito oferecido aos clientes – e, de outro, permite captar recursos a um baixo custo, através de parcerias com instituições financeiras. Dessa forma, um saldo de tesouraria negativo ao longo do período pode não necessariamente indicar um desequilíbrio, mas uma estratégia da empresa em tomar recursos de curto prazo, uma vez que possui fontes de financiamento de baixo custo.

Esse é o caso, por exemplo, dos anos de 2010, 2011 e 2012, em que o Magazine Luiza S.A. teve um aumento substancial no seu endividamento de curto prazo para suprir a sua NCG, conforme demonstrado no Gráfico 16 e no Gráfico 17.

Nestes anos, o volume de captação somou R\$ 1,2 bilhão em 2010, R\$ 1,6 bilhão em 2011 e R\$ 1,7 bilhão em 2012, o que representa 47%, 50% e 48%, respectivamente, do passivo circulante da empresa. Esses empréstimos de curto prazo (com vencimento em até 365 dias) foram captados de instituições financeiras através da Luizacred<sup>12</sup>, empresa controlada do Grupo Magazine Luiza S.A..

Pelo Gráfico 18 compara-se a representatividade do CDG no ativo total das duas empresas entre 2010 e 2016. Observa-se no período que a B2W apresentou maior percentual de CDG em relação ao total de aplicações, em comparação com o Magazine Luiza S.A.. A média do índice no período foi 24% para a B2W contra 7,6% do Magazine Luiza S.A., fato que indica um estreitamento na diferença entre as fontes de longo prazo e as aplicações em ativos de longo prazo, o que pode comprometer, em determinado momento, a capacidade de pagamento da empresa.

A análise desse indicador corrobora com a análise do CDG *versus* a NCG realizada anteriormente, demonstrando uma melhor situação de liquidez e capacidade de pagamento superior no curto prazo da B2W em comparação com o Magazine Luiza S.A..

Comparando as duas empresas através dos indicadores de capital de giro, percebe-se que a B2W possui maior liquidez, pois apresentou saldo de tesouraria

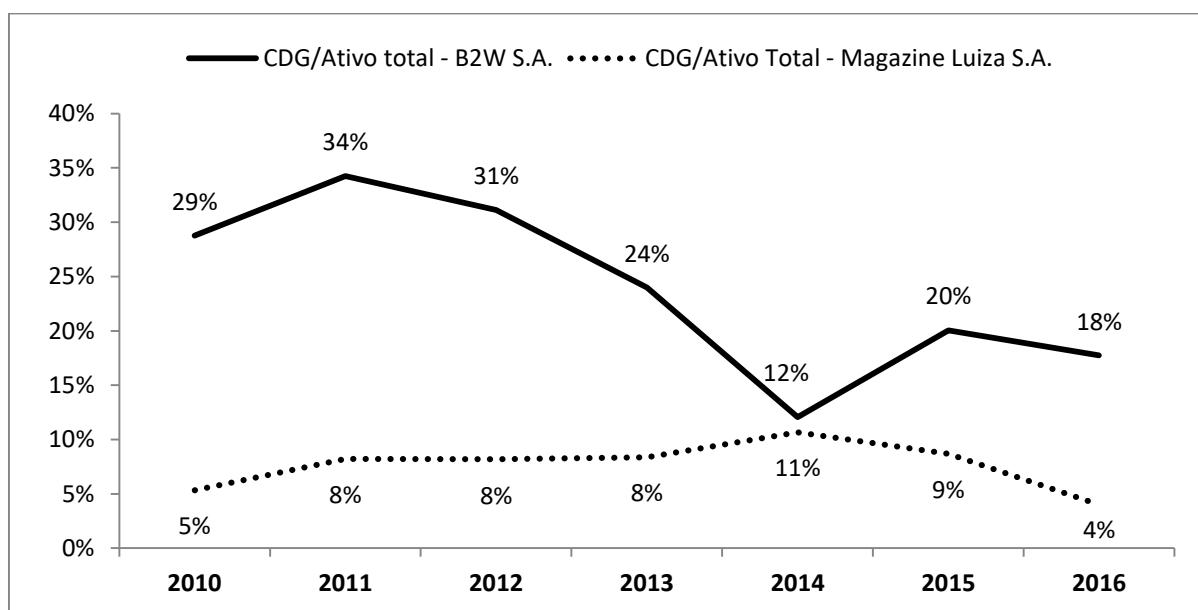
---

<sup>12</sup> A Luizacred é uma financeira criada em 2001, fruto da associação entre a Magazine Luiza, e o Unibanco (hoje, Itaú-Unibanco). Entre os principais produtos e serviços financeiros oferecidos, destacam-se seguros, empréstimo consignado, cartão de crédito, crédito direto ao consumidor e empréstimo pessoal (MAGAZINE LUIZA, 2017).

positivo no período, mostrando ter capital de giro suficiente para atender às necessidades de financiamento dos seus ativos circulantes.

O Magazine Luiza S.A., por sua vez, parece estar passando por uma maior dependência de financiamentos de curto prazo para suprir suas necessidades de financiamento em giro, fato que pode ocasionar um desequilíbrio financeiro futuramente se esse endividamento crescer de maneira contínua.

**Gráfico 18 – % Capital de Giro/Ativo Total B2W Digital versus Magazine Luiza S.A.**



Fonte: Elaborado pelo autor.

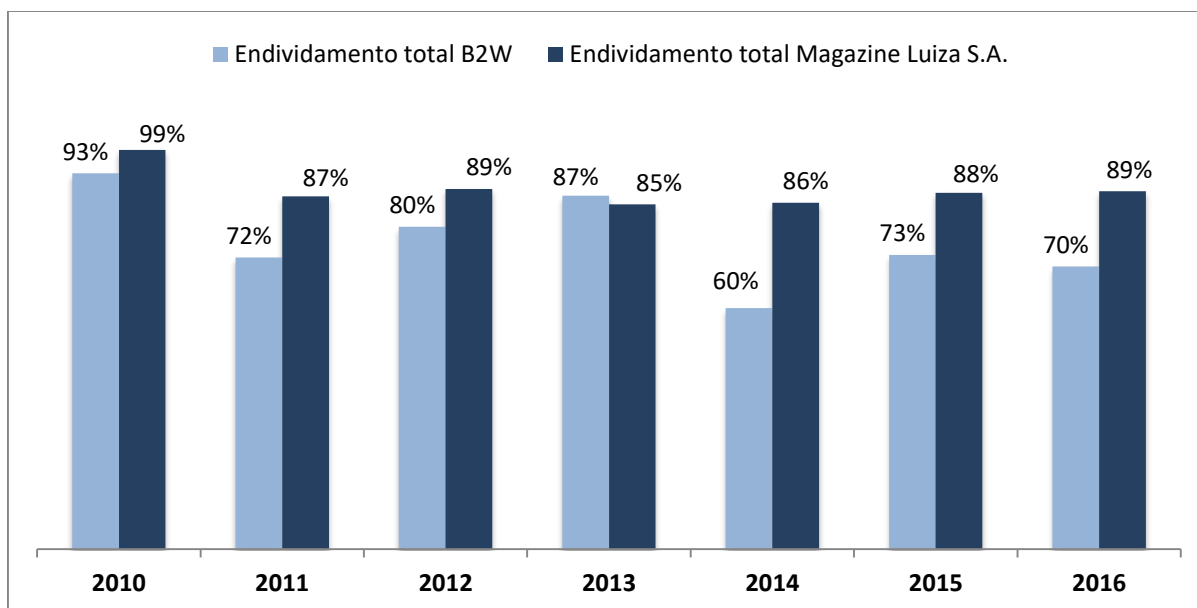
Após a análise do Capital de Giro da B2W e do Magazine Luiza S.A., é fundamental analisar a estrutura de capital dessas empresas, identificando a maneira pela qual elas financiam seus ativos através da combinação de recursos próprios e de recursos de terceiros.

Pelo Gráfico 19 observa-se que entre os anos de 2010 a 2016, a B2W apresentou um alto percentual de endividamento total, cuja média foi de 76% no período. Esse percentual demonstra um grau elevado de dependência financeira da B2W pela utilização de recursos de terceiros no financiamento do seu ativo total.

Verifica-se no período um crescimento do passivo total da B2W de R\$ 2,9 bilhões em 2010 para R\$ 7,2 bilhões em 2016, o que representa um aumento de 140% no período. Destaca-se que a maior parte desse passivo é com relação a empréstimos e financiamentos de longo prazo, contraídos através de instituições

financeiras, conforme se verifica na Tabela 10 (Anexo E). O volume desse tipo de recurso cresceu 144% de 2010 a 2016, aumentando excessivamente o passivo oneroso da empresa, gerando um custo financeiro elevado para a B2W em razão dos juros sobre a dívida.

**Gráfico 19 – Evolução do Endividamento Total B2W Digital versus Magazine Luiza S.A.**



Fonte: Elaborado pelo autor.

O Gráfico 19 mostra que no ano de 2010 a B2W apresentou o maior valor de endividamento total do período (93%), o que significa que, neste ano, 93% do seu ativo total encontravam-se financiado por dívidas (recursos de credores) e somente 7% por recursos próprios. Nota-se que em 2010 o passivo total da empresa era de R\$ 2,9 bilhões, representado em 51% por empréstimos e financiamentos de longo prazo. Observa-se ainda que em 2011, o percentual de endividamento da B2W se reduz consideravelmente para 72%, ou seja, uma redução de 21 pontos percentuais (Gráfico 19). Destaca-se que neste ano a empresa teve um aumento de capital no valor de R\$ 1 bilhão através de uma nova Oferta Pública de Ações<sup>13</sup>, fato que explica a queda do endividamento, uma vez que a B2W S.A. substituiu parte da

<sup>13</sup> A Oferta Pública de Ações é uma operação por meio da qual uma companhia ou titulares de valores mobiliários de sua emissão promovem a colocação de ações ou outros valores mobiliários no mercado de capitais com o objetivo de captar recursos no mercado. Essa colocação pode ser primária, quando se trata de uma oferta inicial de ações da companhia; ou secundária, quando o objetivo é capitalizar a empresa ou promover a pulverização das ações no mercado (B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO, 2017).



dívida (sobretudo de longo prazo) por capital próprio através de recursos aportados pelos novos acionistas.

Em 2014 a B2W S.A. apresenta o menor percentual de endividamento total no período (60%), ao mesmo tempo em que se verifica uma redução no volume de empréstimos de longo prazo. Neste ano, estes recursos correspondiam a somente 29% do passivo total da empresa, o mais baixo comparado aos outros exercícios. Nos anos de 2015 e 2016, o percentual de endividamento total se mantém praticamente estável, no valor de 73% e 70%, respectivamente. Apesar da aparente tendência de queda no endividamento total no período, a empresa demonstrou utilizar alto percentual de recursos de terceiros no financiamento do seu ativo, caracterizando alto grau de dependência financeira pelo uso de dívidas.

O Magazine Luiza S.A., por sua vez, apresentou percentual de endividamento total no período superior ao da B2W S.A., com média no período de 89% frente a 76% da última empresa, o que significa maior grau de dependência financeira com relação ao uso de dívidas. Pelo Gráfico 19, pode-se observar que no ano de 2010, o seu endividamento total chega a 99%, ou seja, praticamente a totalidade do ativo total do Magazine Luiza S.A. é financiado com recursos de terceiros.

Importante ressaltar que a maior parte do passivo total da empresa nesse ano é com relação às captações de recursos financeiros de curto prazo para financiamento das operações com cartão de crédito<sup>14</sup> da Luizacred, conforme se verifica na Tabela 12 (Anexo F). Em 2011, ano da abertura de capital da empresa, o percentual de endividamento total caiu para 87%, mantendo-se praticamente constante nos outros anos até 2016, com valor de 89%.

O Gráfico 20, compara a relação entre a dívida e o capital próprio (patrimônio líquido) da B2W S.A. e do Magazine Luiza S.A., mostrando o quanto as empresas tomaram de empréstimo para cada unidade monetária de capital próprio aplicado. Entre 2010 a 2016 a B2W S.A. apresentou alta proporção de dívidas com relação ao patrimônio líquido, cuja média foi de 474% no período. Esse percentual indica que os recursos de terceiros correspondem, em média, a 4,7 vezes o patrimônio líquido da empresa.

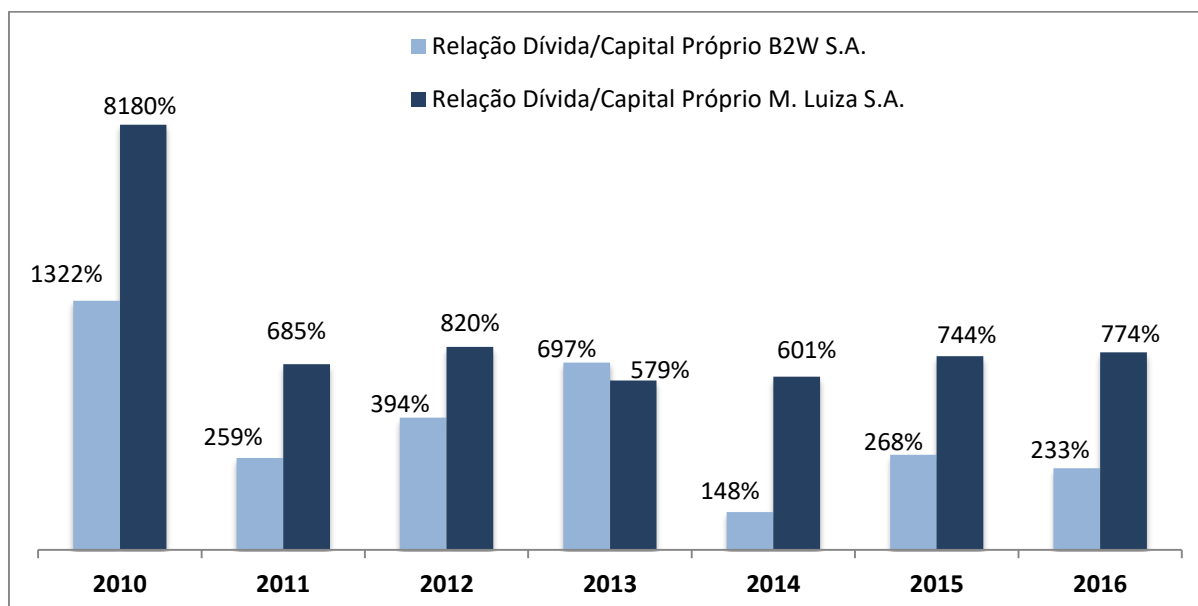
---

<sup>14</sup> Operações com cartões de crédito referem-se a valores a repassar pela controlada em conjunto Luizacred a outros estabelecimentos comerciais por vendas realizadas com cartão de crédito do Grupo (DELOITTE, 2012).

Identifica-se pelo Gráfico 20, que no ano de 2010 essa relação atingiu o nível máximo do período (1322%), indicando que para cada R\$ 1000,00 de recursos investidos pelos acionistas a B2W S.A. assumiu R\$ 13.220,00 de dívidas. Desta forma, em 2010, as dívidas (passivo total) representavam 1322% do seu capital próprio, ou seja, aproximadamente 13 vezes o patrimônio líquido. Esse fato decorre do grande volume de empréstimos e financiamentos de longo prazo contraídos pela empresa em 2010 (R\$ 1,5 bilhão), que representavam quase a totalidade do seu passivo não circulante.

Em 2011, o endividamento da B2W se reduz para 259% (conforme Gráfico 20) o que representa uma queda de 80% na relação entre dívida total e patrimônio líquido comparado com 2010. Destaca-se que neste ano (2011) a B2W S.A. teve um aumento de R\$ 1 bilhão no seu capital através de uma nova oferta de ações, fato que fez seu patrimônio líquido crescer de R\$ 226 milhões em 2010 para R\$ 1,1 bilhão em 2011. A redução do endividamento neste ano é resultado do ingresso de capital próprio dos novos sócios, que provocou uma alteração na relação entre a dívida total e o patrimônio líquido da empresa, evidenciando uma substituição de parte das dívidas (sobretudo de longo prazo) por recursos vindos de acionistas.

**Gráfico 20 – Relação Dívida/Capital Próprio B2W Digital versus Magazine Luiza S.A.**



Fonte: Elaborado pelo autor.

Nos anos de 2012 e 2013 o percentual de endividamento da B2W volta a crescer atingindo 394% e 697%, respectivamente. Nestes anos, nota-se pelo

balanço da empresa uma baixa geração de caixa em relação aos outros exercícios, apresentando recursos em caixa no valor de 36,2 milhões em 2012 e 89,5 milhões em 2013. Nestes dois anos, observa-se que a empresa registrou prejuízo acumulado de R\$ 215 milhões em 2012 e R\$ 375 milhões em 2013, o que fez reduzir seu patrimônio líquido e, conseqüentemente, implicando negativamente na relação entre a dívida e o patrimônio líquido.

Em 2014 a empresa registra o menor percentual na relação entre a sua dívida total e patrimônio líquido (148%), em razão da redução no montante de empréstimos e financiamentos de longo prazo da empresa em relação aos anos anteriores, que representavam 29% do seu passivo total. É possível perceber que apesar da tendência de redução nos valores desse indicador a partir de 2011, a B2W S.A. mantém um elevado percentual de dívidas na sua estrutura de capital, o que demonstra alto grau de alavancagem financeira da empresa.

O Magazine Luiza S.A., por sua vez, apresentou maior percentual na relação entre a sua dívida e o patrimônio líquido comparado com a B2W S.A. A média desse indicador no período foi de 1769% contra 474% da última empresa, indicando que as dívidas (passivo total) correspondem, em média, a 17,6 vezes o seu patrimônio líquido. Através do Gráfico 20, verifica-se que no ano de 2010 o índice dívida/capital próprio do Magazine Luiza S.A. atingiu o maior valor do período (8180%), indicando que as dívidas correspondiam a 81 vezes o patrimônio líquido da empresa. Em outras palavras, para cada R\$ 1000,00 de recursos investidos pelos acionistas a empresa assumiu R\$ 81.800,00 de recursos de terceiros. Conforme salientado anteriormente, no ano de 2010, observa-se um aumento no volume de empréstimos e financiamentos de curto prazo referentes às captações de recursos financeiros da Luizacred.

Em 2011, ocorreu a abertura de capital do Magazine Luiza, o que faz com seu patrimônio líquido aumentasse de R\$ 47 milhões em 2010 para R\$ 621 milhões em 2011, ou seja, um crescimento de 1209% no valor do patrimônio líquido. Conseqüentemente, verifica-se uma redução do endividamento da empresa neste ano, resultado do ingresso de capital próprio dos novos acionistas provocando uma alteração na relação entre o capital próprio e o capital de terceiros. A partir deste ano, a relação entre a dívida e o capital próprio do Magazine Luiza S.A. começa a se reduzir, atingindo 685% (2011) e mantendo-se praticamente constante nos anos subsequentes atingindo 774% em 2016 (Gráfico 20).

O elevado percentual de participação de recursos de terceiros do Magazine Luiza S.A. é resultado do principalmente de dois fatores. O primeiro é o percentual de dívidas de curto e longo prazo na estrutura de capital que, na média do período, corresponde a 33% do passivo total. O segundo é o passivo financeiro da empresa, ou seja, as dívidas da empresa junto às instituições financeiras. Nos anos de 2011 e 2012 esse passivo atinge R\$ 1,6 bilhão e R\$ 1,7 bilhão, valores que correspondem a 37% e 34% do total de dívidas. Conforme visto anteriormente na análise do CDG em relação à NCG, são as captações financeiras de curto prazo realizadas pela Luizacred para financiar as operações de crédito do Grupo.

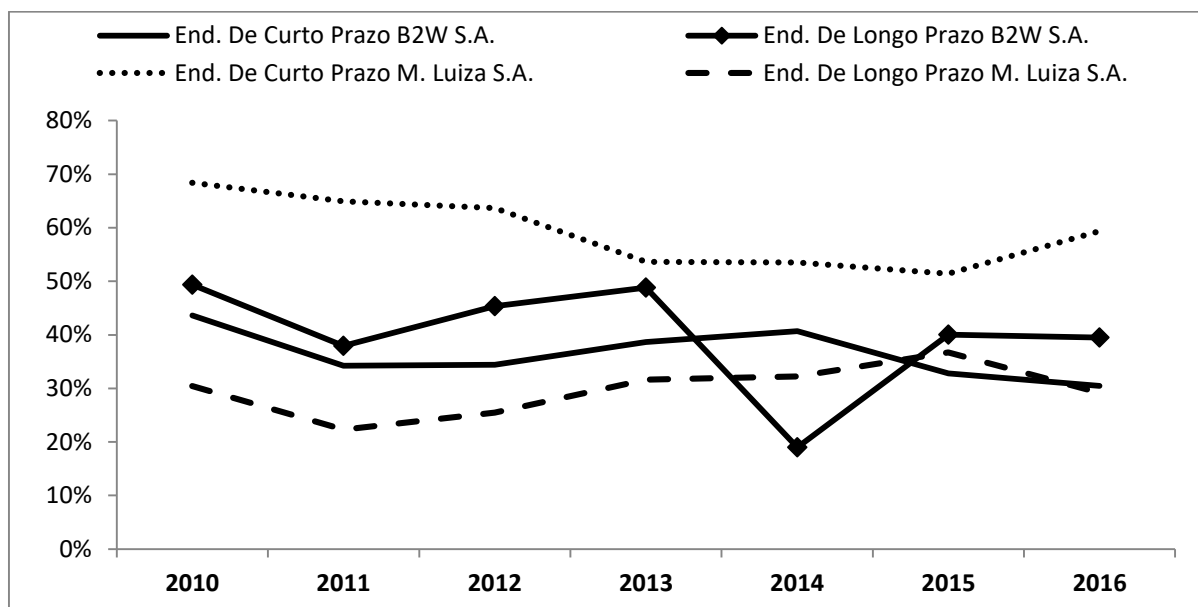
Os dois indicadores financeiros analisados (endividamento total e índice dívida/capital próprio) revelam uma alta participação de dívidas na estrutura de capital das duas empresas. No entanto, no período de estudo, o Magazine Luiza S.A. apresentou maior endividamento nos dois indicadores comparado com a B2W S.A., o que o torna a empresa com maior alavancagem financeira. Nota-se uma postura mais agressiva do Magazine Luiza S.A. em relação à B2W S.A. no que se refere ao uso de dívidas na estrutura de capital, sobretudo pelas políticas de expansões da empresa no que diz respeito à aquisição de redes varejistas menores e suas políticas de crédito agressivas. A seguir, será analisada a composição do endividamento das duas empresas em função da maturidade dos seus passivos.

Pelo Gráfico 21 é possível comparar a composição do endividamento das duas empresas em relação às suas dívidas de curto e longo prazo. No período analisado, verifica-se que a composição do endividamento da B2W S.A. é distribuída quase que proporcionalmente entre dívidas de curto prazo e longo prazo. A média de endividamento no período entre 2010 e 2016 foi de 36% (obrigações de curto prazo) e de 40% por obrigações de longo prazo. Isso indica que para financiar o seu ativo total, a B2W S.A. utiliza 36% de obrigações de curto prazo (com exigibilidade menor que um ano) e 40% com recursos de terceiros de longo prazo.

Verifica-se no Gráfico 21 que entre os anos de 2013 e 2014 que a proporção de dívidas de longo prazo da B2W S.A se reduz de 49% em 2013, para 19% em 2014, ano em que atinge o menor valor do período. Essa queda é resultado da redução no volume de empréstimos e financiamentos de longo prazo da empresa (conforme Tabela 10, Anexo E) de R\$ 3,0 bilhões (2013) para R\$ 1,3 bilhão (2014), ou seja, uma queda de 56%. A partir de 2015 o percentual de dívidas de longo prazo volta a crescer, chegando a 40% neste ano e 39% em 2016. O endividamento de

curto prazo, por outro lado, manteve-se praticamente constante no período, atingindo o seu valor máximo em 2014 (41%).

**Gráfico 21 – Evolução do Endividamento de Curto e Longo Prazo B2W Digital versus Magazine Luiza S.A.**



Fonte: Elaborado pelo autor.

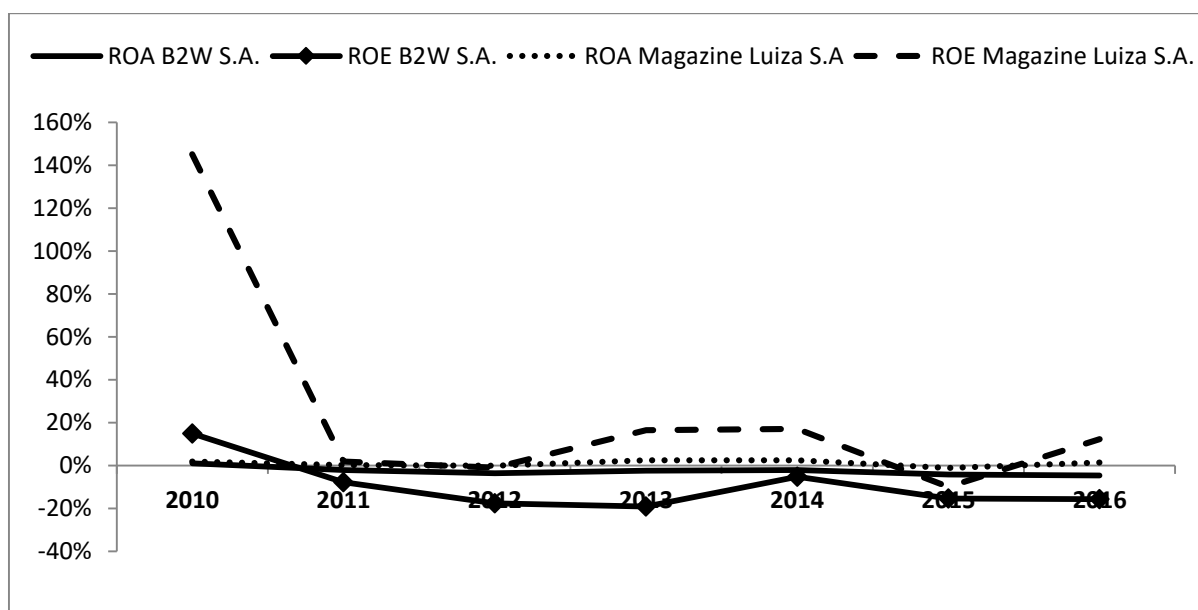
Verifica-se no Gráfico 21 que o Magazine Luiza S.A., por outro lado, apresenta uma predominância de obrigações de curto prazo na composição do seu endividamento, com média de 60% no período. Esse percentual mostra que para 60% do ativo total do Magazine Luiza S.A. é financiado por obrigações de curto prazo, ou seja, com exigibilidade menor que um ano. Esse percentual indica que para cada R\$ 1000,00 investido em seu ativo, R\$ 600, 00 são financiados por recursos de terceiros de curto prazo.

Observa-se que os anos de 2010, 2011 e 2012 foram os que apresentaram maior percentual de endividamento, em razão do elevado volume captações financeiras de curto prazo realizadas pela Luizacred. O ano de 2010 foi o que a empresa apresentou o maior percentual de endividamento de curto prazo (68%), caindo para 65% em 2011 e apresentando uma tendência de queda até o ano de 2015 quando atinge 51% (menor valor do período). Em 2016, o percentual de dívidas de curto prazo volta a crescer chegando a 59%. O endividamento de longo prazo, por outro lado, manteve-se praticamente constante com média de 30% no período entre 2010 e 2016.

Desta forma, comparando as duas empresas, é possível inferir que a B2W tem uma composição de endividamento equilibrada, distribuída quase igualmente entre obrigações de curto e longo prazo, o que indica uma possível estratégia da empresa na administração do custo financeiro do seu passivo oneroso. O Magazine Luiza S.A., por outro lado, utiliza maior proporção de obrigações financeiras de curto prazo no financiamento dos seus investimentos (ativos), indicando uma preferência da empresa por dívidas com maturidades de pagamento menores, dado seu menor custo de capital.

Realizada a análise da estrutura de capital da B2W Digital e do Magazine Luiza S.A., é importante avaliar se o endividamento pode ter influenciado nos indicadores de rentabilidade dessas empresas. Pelo Gráfico 22, observa-se que a B2W Digital apresentou ROA e ROE negativos em todos os anos do período com exceção do exercício de 2010, que foi o único em que a empresa obteve resultado financeiro positivo (R\$ 33,5 milhões), conforme se verifica na Tabela 9 (Anexo E).

**Gráfico 22 – Indicadores de rentabilidade B2W Digital versus Magazine Luiza S.A.**



Fonte: Elaborado pelo autor.

O magazine Luiza S.A., por outro lado, apresentou ROA e ROE negativos somente nos anos de 2012 e 2015, exercícios em que a empresa registrou resultado financeiro negativo, com prejuízo de R\$ 6,7 milhões (2012) e R\$ 65,6 milhões (2015). Dessa forma, os indicadores de rentabilidade demonstraram um

desempenho superior do Magazine Luiza S.A. em relação ao da B2W Digital no que diz respeito ao retorno dos seus investimentos.

No ano de 2010, antes da abertura de capital, conforme analisado anteriormente, o Magazine Luiza S.A. apresentou o maior percentual de endividamento total (99%), assim como maior valor no índice dívida/capital próprio (8180%). Isso demonstra que em 2010, a estrutura de capital do Magazine Luiza S.A. era formada preponderantemente por recursos de credores (dividas) e por pouca participação de recursos próprios. Paralelamente, pelo Gráfico 22, observou-se que neste ano (2010) os indicadores de rentabilidade do Magazine Luiza S.A. apresentaram os maiores valores em comparação aos outros exercícios. O valor do ROE foi de 145% (maior valor do período) e o do ROA de 1,8%. Verifica-se, desta forma, que a alta proporção de recursos de terceiros, neste ano, refletiu positivamente nos indicadores de rentabilidade resultado da empresa.

Nos anos subsequentes, verifica-se a mesma dinâmica, ou seja, nos exercícios em que o Magazine Luiza S.A. apresentou maior percentual de recursos de terceiros na sua estrutura de capital observou-se, em contrapartida, maiores resultados nos indicadores de rentabilidade, como ocorreu em 2013 e em 2014. Nestes anos, o ROA tem valor de 2,4% (maior valor do período) e o ROE tem valor de 16,4% (2013) e 17,0% (2014).

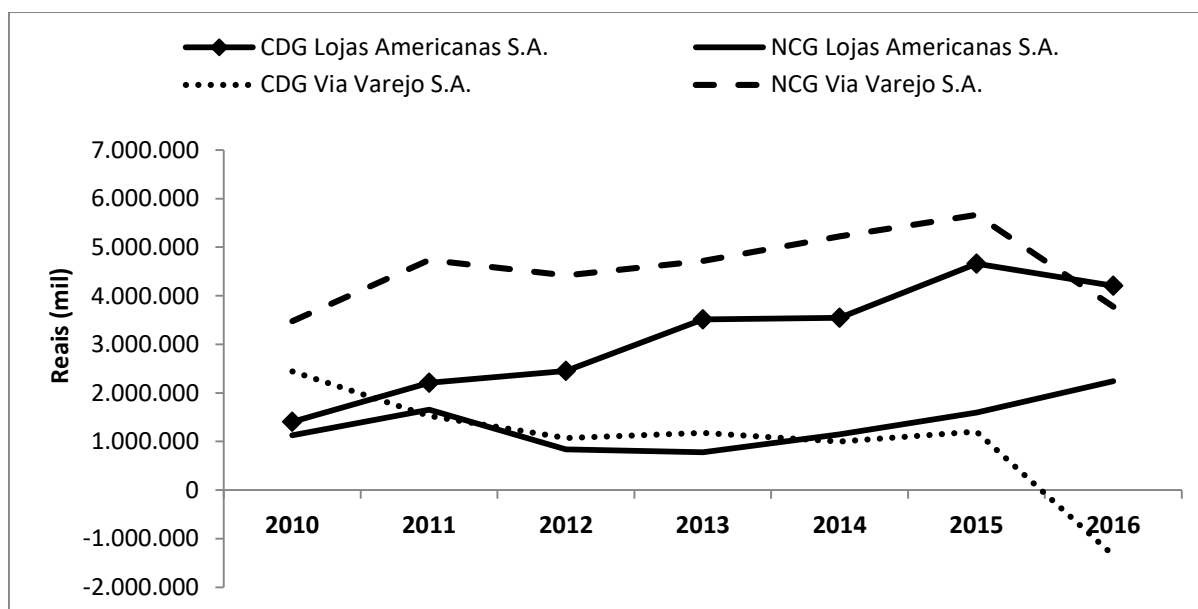
Dessa forma, o Magazine Luiza S.A., apesar de ter apresentado maior endividamento, obteve rentabilidade superior ao da B2W Digital no período analisado. A dívida, assim, pode ter tido influência positiva no resultado do Magazine Luiza S.A. através do benefício tributário proporcionado pela alavancagem, uma vez que os juros podem ser deduzidos do lucro tributável da empresa reduzindo o volume de impostos a recolher.

#### 5.4 LOJAS AMERICANAS S.A. E VIA VAREJO S.A.

Pelo Gráfico 23 é possível comparar a evolução do CDG em relação à NCG das Lojas Americanas S.A. e da Via Varejo S.A. no período de estudo. Verifica-se que de 2010 a 2016 as Lojas Americanas S.A. apresentaram CDG superior à sua NCG em todos os anos do período, resultando em um saldo de tesouraria positivo no período. Essa condição indica que os recursos de capital de giro da empresa foram suficientes para cobrir suas necessidades de capital de giro.

A média do CDG das Lojas Americanas S.A. no período foi de 2,6 vezes a sua NCG, atingindo 2,9 vezes em 2012, 4,5 vezes em 2013 e 3,1 vezes em 2014. O saldo de tesouraria positivo no período mostra que as fontes de recursos de longo prazo da empresa foram suficientes para atender às necessidades de financiamento dos ativos circulantes – ou seja, para financiar suas operações de giro – sobrando um excesso de recursos para ser aplicado.

**Gráfico 23 – Evolução do Capital de Giro e Necessidade de Capital de Giro Lojas Americanas S.A. versus Via Varejo S.A.**



Fonte: Elaborado pelo autor.

A Via Varejo, ao contrário, apresentou CDG inferior à NCG em todos os anos do período, resultando em um saldo de tesouraria negativo no período analisado. Essa condição indica que seu capital de giro não foi suficiente para suprir as

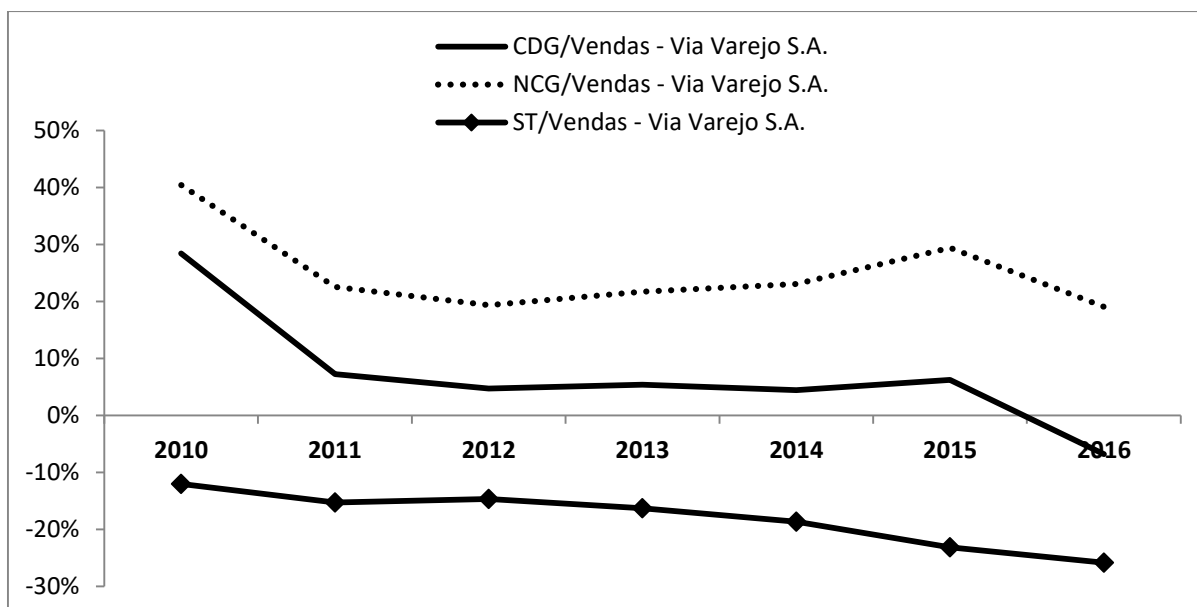


necessidades de financiamento, tendo a empresa que captar empréstimos de curto prazo para suprir essa falta de recursos. Mais especificamente, o saldo de tesouraria negativo no período, mostra a incapacidade da Via Varejo S.A. em utilizar suas fontes de longo prazo (passivo não circulante e patrimônio líquido) como fonte de financiamento dos ativos circulantes.

Conforme mostra o Gráfico 23, nota-se um crescimento da diferença entre o CDG e a NCG da Via Varejo S.A. durante o período analisado e, conseqüentemente, um crescente saldo de tesouraria negativo. Essa diferença agrava-se a partir de 2011 quando a NCG é 3,1 vezes o CDG da empresa e nos anos de 2014 e 2015 quando atinge 4,0 em 2014 e 5,2 vezes em 2015 (maior valor do período).

Observa-se ainda que ao longo do período houve um crescimento contínuo no volume de empréstimos de curto prazo de R\$ 1,6 bilhão em 2010 para R\$ 3,5 bilhões em 2016 (conforme Tabela 16, Anexo H), o que pode sinalizar uma tendência ao desequilíbrio financeiro, uma vez que há um crescimento acentuado do endividamento de curto prazo na sua estrutura de capital da empresa para suprir a falta de CDG. Essa tendência ao desequilíbrio financeiro pode ser verificada analisando a evolução do saldo de tesouraria em relação à variação nas vendas, conforme mostra o Gráfico 24.

**Gráfico 24 – Evolução das relações NCG/Vendas, CDG/Vendas e ST/Vendas da Via Varejo S.A.**

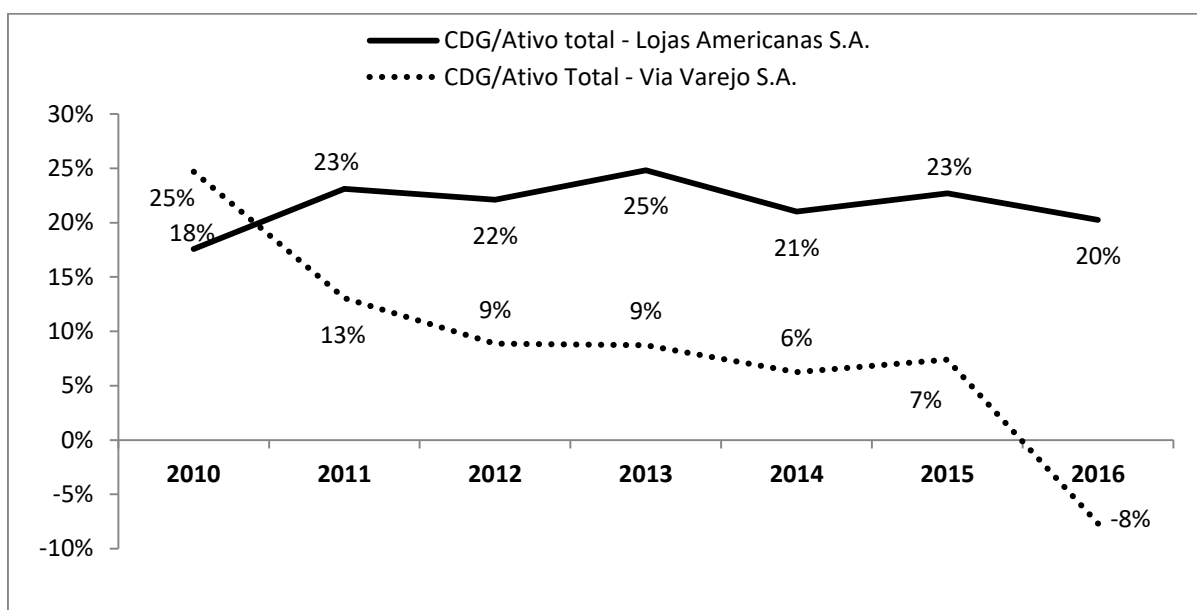


Fonte: Elaborado pelo autor.

Observa-se no Gráfico 24 que o percentual ST/Vendas é negativo e cresce de maneira contínua ao longo do período fazendo com que a empresa supra sua NCG por endividamento de curto prazo. Esse fato ocorre porque na medida em que a necessidade de capital de giro cresce com o aumento das vendas, a formação do capital de giro não é suficiente para acompanhar essa maior necessidade de financiamento, fazendo com que o saldo de tesouraria negativo se agrave de forma continuada. Essa situação revela uma tendência ao efeito tesoura na Via Varejo S.A.

Através do Gráfico 25 é compara-se a representatividade do CDG no ativo total das duas empresas entre 2010 e 2016. Nota-se as Lojas Americanas S.A. apresentaram maior percentual de CGD em relação ao total de aplicações, em comparação com a Via Varejo S.A.. Somente no ano de 2010 esse percentual teve valor inferior, como se verifica no Gráfico 25. A média do período foi 22% das Lojas Americanas S.A. contra 8,7% % da Via Varejo S.A.. As Lojas Americanas S.A. dessa forma, parece apresentar menor dependência de financiamentos de curto prazo para suprir suas necessidades de financiamento, evidenciado por um saldo de tesouraria positivo no período.

A Via Varejo S.A., por sua vez, parece apresentar um menor equilíbrio financeiro comparado às Lojas Americanas, que se verifica pelo crescimento contínuo do volume de empréstimos de curto prazo ao longo do período analisado, somado à tendência ao efeito tesoura. Desta forma, deduz-se que as Lojas Americanas S.A., no período analisado, demonstra uma melhor situação de liquidez em comparação com a Via Varejo S.A.

**Gráfico 25 – % Capital de Giro/Ativo Total Lojas Americanas S.A. versus Via Varejo S.A.**

Fonte: Elaborado pelo autor.

Desta forma, comparando as duas empresas através dos indicadores de capital de giro, verifica-se que as Lojas Americanas é a empresa que possui maior liquidez e equilíbrio financeiro, apresentando, no período, excesso de recursos diante das suas necessidades permanentes de capital de giro. A Via Varejo S.A., pelo contrário, dá sinais de conviver com dificuldades financeiras, uma vez que opera com saldo de tesouraria negativo e revela uma dependência excessiva de empréstimos de curto prazo para financiar suas operações de giro, que poderá levá-la a uma situação de insolvência.

Após a análise do Capital de Giro das Lojas Americanas S.A. e da Via Varejo S.A., é fundamental analisar a estrutura de capital dessas empresas, identificando a maneira pela qual elas financiam seus ativos através da combinação de recursos próprios e de recursos de terceiros (dívidas). Pelo Gráfico 26, observa-se que entre os anos de 2010 a 2016, as Lojas Americanas S.A. apresentaram um altíssimo percentual de endividamento total, cuja média foi de 87% no período. Esse percentual demonstra um elevado grau de dependência financeira da empresa pela utilização de recursos de terceiros no financiamento do seu ativo total.

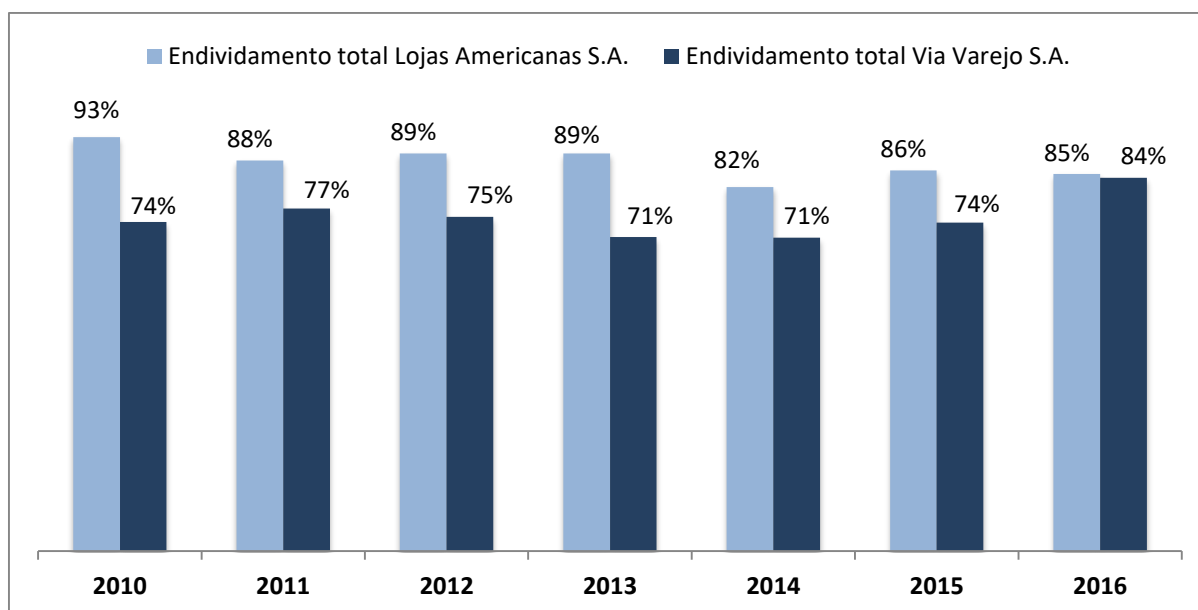
Verifica-se no período um crescimento do passivo total da empresa de R\$ 7,4 bilhões em 2010 para R\$ 17,6 bilhões em 2016, o que representa um aumento de 137% no período. Destaca-se que a maior parte desse passivo é com relação a

empréstimos e financiamentos de longo prazo contraídos através de instituições financeiras, conforme se verifica na Tabela 14 (Anexo G). O volume desse tipo de recurso cresceu 254% de 2010 a 2016, aumentando excessivamente o passivo oneroso da empresa, gerando um custo financeiro elevado para as Lojas Americanas S.A. em razão dos juros sobre a dívida.

Conforme se verifica no Gráfico 26, no ano de 2010 as Lojas Americanas apresentaram o maior valor de endividamento total do período (93%), o que significa que 93% do seu ativo total encontravam-se financiado por recursos de credores e somente 7% por recursos próprios. Nota-se que neste ano (2010), o passivo total da empresa era de R\$ 7,4 bilhões, representado em 37% por empréstimos e financiamentos de longo prazo. Observa-se ainda no Gráfico 26 que em 2011, o percentual de endividamento total das Lojas Americanas S.A. teve uma leve redução (88%) comparado com o exercício anterior, mantendo-se estável nos anos subsequentes e atingindo 85% em 2016, quando apresentou o menor valor do período.

Apesar da aparente tendência de queda no endividamento total no período, a empresa demonstrou utilizar alto percentual de recursos de terceiros no financiamento do seu ativo, caracterizando alto grau de dependência financeira pelo uso de dívidas.

**Gráfico 26 – Evolução do Endividamento Total Lojas Americanas S.A versus Via Varejo S.A.**



Fonte: Elaborado pelo autor.

A Via Varejo S.A., da mesma forma, apresentou alto percentual de endividamento total entre 2010 e 2016, todavia inferior ao das Lojas Americanas S.A.. A média de endividamento no período foi de 75% contra 93% das Lojas Americanas S.A., indicando um grau de dependência financeira de recursos de terceiros inferior ao da última empresa.

Entretanto, é possível perceber pelo Gráfico 26 que houve um aumento do endividamento total da Via Varejo S.A. de 74% em 2010 para 84% em 2016, demonstrando um crescimento da participação de recursos de terceiros na sua estrutura de capital. Observa-se, em paralelo, que o passivo total da empresa neste período cresceu de R\$ 7,3 bilhões (2010) para R\$ 14,7 bilhões (2016), o que representa um aumento de 101% no período. Importante ressaltar que a maior parte desse passivo é com relação aos empréstimos e financiamentos de curto prazo contraídos através de instituições financeiras, conforme se verifica na Tabela 16 (Anexo H). Esses empréstimos aumentam o ônus financeiro da empresa por conta dos juros elevados desse tipo de recurso aumentando o seu risco de insolvência.

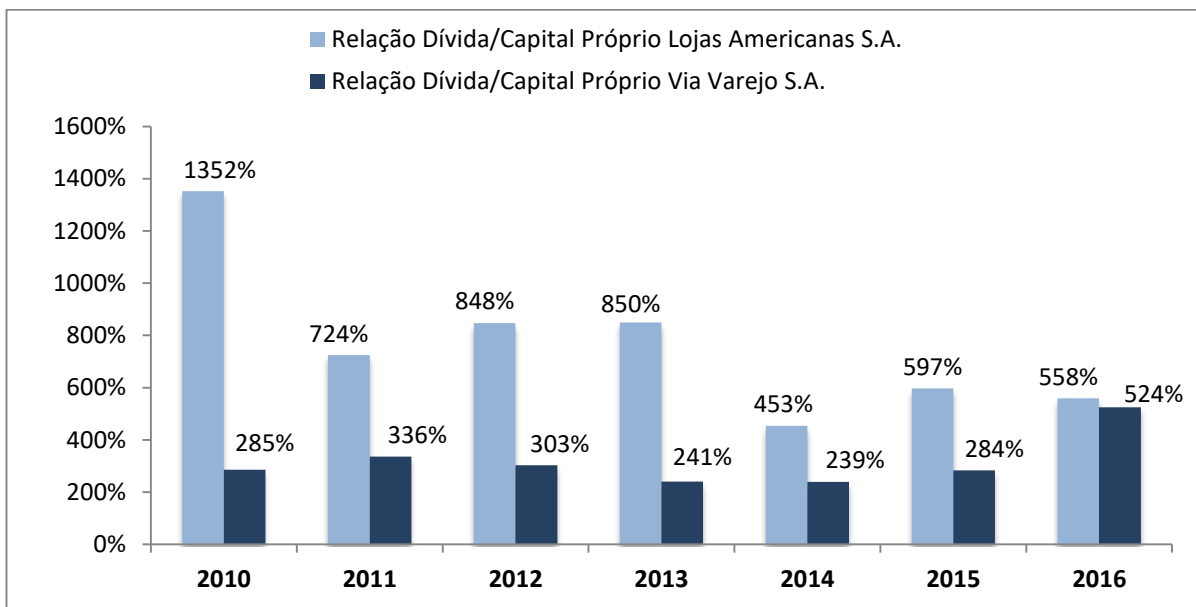
Em 2016, verifica-se que o percentual endividamento total da empresa apresenta o maior valor do período (84%) indicando que, neste ano, 84% do ativo total estavam sendo financiado por recursos de terceiros e 16% por recursos próprios. Esse fato pode ser explicado pelo aumento do passivo total da empresa em relação aos outros anos do período, influenciado, sobretudo, pelos empréstimos e financiamentos de curto prazo que representavam 24% do passivo total da empresa.

O Gráfico 27, compara a relação entre a dívida e o capital próprio (patrimônio líquido) das Lojas Americanas S.A. e da Via Varejo S.A., mostrando o quanto as empresas tomaram de empréstimos para cada unidade monetária de capital próprio aplicado. Entre 2010 a 2016 as Lojas Americanas S.A. apresentaram alta proporção de dívidas com relação ao patrimônio líquido, cuja média foi de 769% no período. Esse percentual indica que os recursos de terceiros correspondem, em média, a 7,6 vezes o patrimônio líquido da empresa.

É possível observar no Gráfico 27 que no ano de 2010 essa relação atingiu o nível máximo do período (1352%), indicando que para cada R\$ 1000,00 de recursos investidos pelos acionistas, as Lojas Americanas S.A. assumiram R\$ 13.520,00 de dívidas. Desta forma, em 2010, as dívidas (passivo total) representavam 1322% do seu capital próprio, ou seja, aproximadamente 13 vezes o patrimônio líquido. Esse

fato decorre do aumento do volume de empréstimos e financiamentos de longo prazo contraídos pela empresa em 2010 (R\$ 1,3 bilhões), que representaram 37% do seu passivo total.

**Gráfico 27 – Relação Dívida/Capital Próprio Lojas Americanas versus Via Varejo S.A.**



Fonte: Elaborado pelo autor.

Em 2011, o endividamento das Lojas Americanas S.A. se reduz para 724% (conforme Gráfico 27) o que representa uma queda de 46% na relação entre dívida total e patrimônio líquido comparado com 2010. Destaca-se que neste ano (2011) o Grupo Lojas Americanas, teve um aumento no seu capital através de uma nova oferta de ações, fato que fez seu patrimônio líquido crescer de R\$ 550 milhões em 2010 para R\$ 1,2 bilhão em 2011. A redução do endividamento neste ano é resultado do ingresso de capital próprio dos novos sócios do Grupo, fato que provocou uma alteração na relação entre o capital próprio da empresa e o capital de terceiros, evidenciando uma substituição de parte das dívidas (sobretudo de longo prazo) por recursos de acionistas.

Em 2014 a empresa registra o menor percentual na relação entre a sua dívida total e patrimônio líquido (453%). Nota-se que neste ano, houve uma redução no volume de empréstimos e financiamentos de curto prazo da empresa em relação aos anos anteriores, que representavam 7% do seu passivo total. É possível perceber que apesar da tendência de redução nos valores desse indicador a partir de 2011,

as Lojas Americanas S.A. mantêm um elevado percentual de dívidas na sua estrutura de capital, o que demonstra alto grau de alavancagem financeira da empresa.

A Via Varejo S.A. também apresentou alto percentual na relação entre a sua dívida total e o seu patrimônio líquido, todavia inferior ao das Lojas Americanas S.A. A média desse indicador no período foi de 316% contra 769% da última empresa, indicando que as dívidas (passivo total) correspondem, em média, a 3,2 vezes o patrimônio líquido da Via Varejo S.A.

Entretanto, através do Gráfico 27, é possível perceber que houve um crescimento no índice de 285% em 2010 para 524% em 2016, demonstrando um crescimento na relação entre a dívida e o patrimônio líquido da empresa. Conforme visto na análise anterior, neste período, o passivo total da empresa cresceu em 101%, influenciado principalmente pelos empréstimos de curto prazo contraídos pela empresa entre 2010 e 2016, conforme se verifica na Tabela 16 (Anexo H). Obviamente, esse crescimento do passivo financeiro da Via Varejo S.A. empresa reflete em um maior montante de juros a pagar às instituições financeiras, o que poderá comprometer, em alguma medida, a capacidade de pagamento da empresa.

Em 2016, o índice dívida/capital próprio atinge o maior valor do período (524%) correspondendo às dívidas a 5,2 vezes o patrimônio líquido da empresa. Neste ano, paralelamente, observa-se que o montante de empréstimos de curto prazo contraídos pela empresa atinge seu valor máximo (R\$ 9,8 bilhões) o que corresponde a 56% do passivo total da Via Varejo S.A.

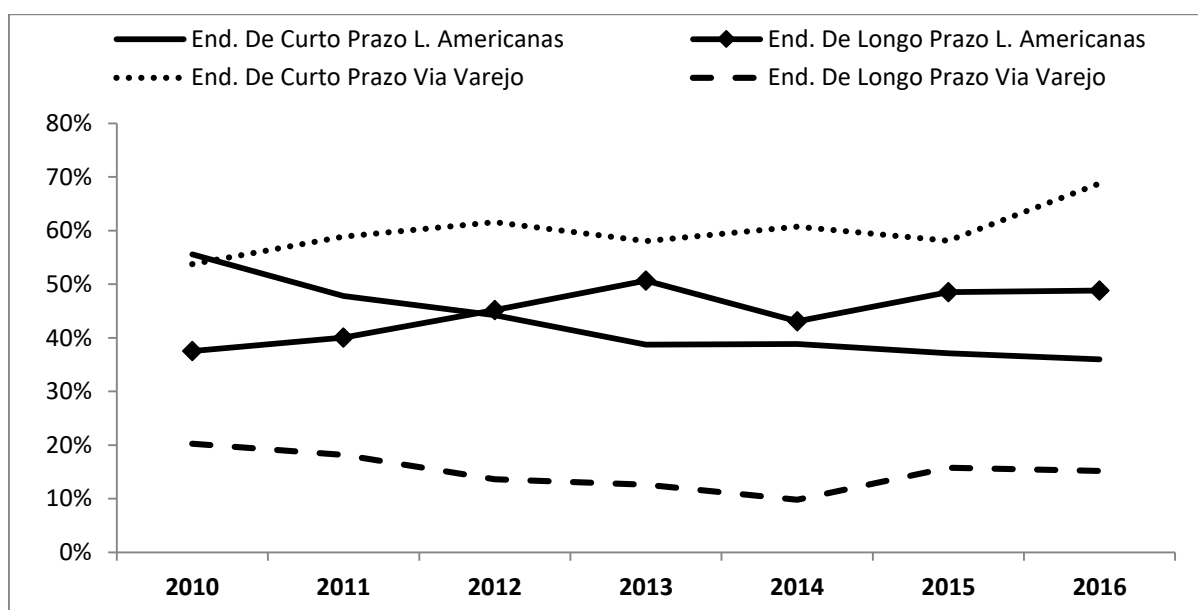
Os dois indicadores financeiros analisados (endividamento total e índice dívida/capital próprio) se complementam ao revelar uma alta proporção de dívidas na estrutura de capital das duas empresas. No entanto, no período de estudo, as Lojas Americanas S.A. apresentaram um maior endividamento nos dois indicadores comparado com a Via Varejo S.A, o que a torna a empresa com maior alavancagem financeira. A seguir, será analisada a composição do endividamento das duas empresas em função da maturidade dos seus passivos.

De acordo com o Gráfico 28, compara-se a composição do endividamento das duas empresas em relação às suas dívidas de curto e longo prazo. No período analisado, verifica-se que a composição do endividamento das Lojas Americanas S.A. é distribuída proporcionalmente entre recursos de terceiros de curto prazo e longo prazo. A média do período foi de 43% (obrigações de curto prazo) e 45%

(obrigações de longo prazo) o que significa que para financiar seu ativo total, as Lojas Americanas S.A. utilizam 43% de obrigações de curto prazo (com exigibilidade menor que um ano) e 45% de obrigações de longo prazo. Verifica-se que os anos de 2010 e 2011, foram os únicos do período em que o percentual de endividamento de curto prazo das Lojas Americanas S.A. foi superior ao de longo prazo. Destaca-se que nestes anos, o passivo circulante da empresa superou o seu passivo não circulante, fato que não se verifica nos anos subsequentes. Nos anos de 2010 e 2011 o passivo circulante correspondia a 60% e 54% do passivo total da empresa.

Pelo Gráfico 28, observa-se no período entre 2010 e 2016 uma tendência de queda no percentual de endividamento de curto prazo das Lojas Americanas S.A. de 56% (em 2010) para 36% (em 2016) e, paralelamente, um crescimento no endividamento de longo prazo de 38% (em 2010) para 49% (em 2016). Importante ressaltar que nesse no período, observou-se um crescimento no volume de empréstimos e financiamentos de longo prazo de R\$ 2,8 bilhões para R\$ 9,8 bilhões, ou seja, 254% de crescimento (conforme Tabela 14, Anexo G). Por outro lado, nota-se que o volume de empréstimos e financiamentos de curto prazo manteve-se praticamente constante entre 2010 e 2016, o que indica uma substituição na composição do endividamento da empresa em relação à maturidade dos seus passivos.

**Gráfico 28 – Evolução do Endividamento de Curto e Longo Prazo Lojas Americanas S.A. versus Via Varejo S.A.**



Fonte: Elaborado pelo autor.



Verifica-se no Gráfico 28 que a Via Varejo, por outro lado, apresenta uma predominância de obrigações de curto prazo na composição do seu endividamento. O percentual de endividamento no período foi de 60% com relação às obrigações de curto prazo contra 15% de obrigações de longo prazo. Esse percentual mostra que para 60% do ativo total do Magazine Luiza S.A. é financiado por obrigações de curto prazo e somente 15% por obrigações de longo prazo.

Observa-se no período entre 2010 a 2016 uma tendência de crescimento no percentual de endividamento de curto prazo da Via Varejo S.A. de 54% (em 2010) para 69% (em 2016) e, paralelamente, uma redução no endividamento de longo prazo de 20% (em 2010) para 15% (em 2016). Com efeito, identifica-se que no período um crescimento no volume de empréstimos e financiamentos de curto prazo de R\$ 1,6 bilhão para R\$ 3,5 bilhões, ou seja, uma elevação de 117%, conforme Tabela 16 (Anexo H). Esses recursos captados através de instituições financeiras elevam o ônus financeiro da empresa em razão dos juros referentes à dívida contraída. A partir de 2015, conforme mostra o Gráfico 28 nota-se que houve um crescimento no percentual de dívidas de curto prazo da Via Varejo S.A. atingindo 58% neste ano e 69% em 2016 (maior valor do período). Em paralelo, em 2016, o volume de empréstimos de curto prazo foi de R\$ 3,5 bilhões, 32% maior em relação ao ano anterior (2015).

Desta forma, comparando as duas empresas, é possível concluir que as Lojas Americanas S.A. apresentaram uma composição de endividamento mais equilibrada – com relação à proporção entre dívidas de curto e longo prazo –, porém com maior predominância de obrigações de longo prazo na sua estrutura de capital. A Via Varejo, por outro lado, faz uso de maior proporção de dívidas de longo prazo – com vencimento superior a 365 dias – no financiamento dos seus investimentos (ativos), o que indica uma preferência da empresa por dívidas com maturidades de pagamento maiores.

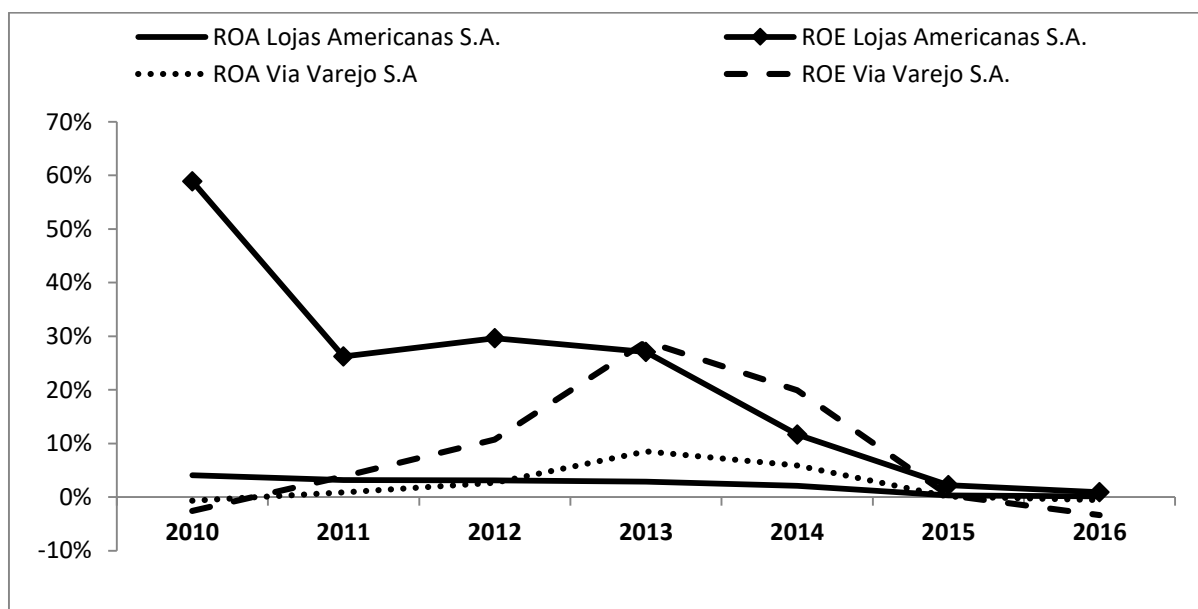
Realizada a análise da estrutura de capital das Lojas Americanas S.A. e da Via Varejo S.A., é importante avaliar se o endividamento pode ter influenciado nos indicadores de rentabilidade dessas empresas. No ano de 2010, conforme analisado anteriormente, as Lojas Americanas S.A. apresentaram o maior percentual de endividamento total (93%), assim como maior valor dívida/capital próprio (1352%) demonstrando que, em 2010, a estrutura de capital das Lojas Americanas era formada basicamente por recursos de terceiros e por pouca participação de recursos

dos acionistas. Paralelamente, pelo Gráfico 29, nota-se que neste ano (2010) os indicadores de rentabilidade das Lojas Americanas S.A. apresentaram os maiores valores em comparação aos outros exercícios, o ROE teve valor de 58,9% e o ROA de 4,1%. Verifica-se, desta forma, que a alta proporção de recursos de terceiros, neste ano, refletiu positivamente nos indicadores de rentabilidade da empresa.

Nos anos subsequentes, observa-se a mesma dinâmica, ou seja, nos exercícios em que as Lojas Americanas S.A. apresentaram maior percentual de recursos de terceiros na sua estrutura de capital observou-se, em contrapartida, maiores resultados nos indicadores de rentabilidade, como ocorreu em 2012 e 2013. Nestes anos, o ROE tem valor de 29,6% (2012) e 27,0% (2013) enquanto o ROA apresenta valor de 3,1% (2012) e 2,8% (2013), conforme o Gráfico 26.

Dessa forma, as Lojas Americanas S.A., apesar de ter apresentado maior endividamento, obteve rentabilidade superior ao da Via Varejo S.A. no período analisado. A dívida, assim, pode ter tido influência positiva na rentabilidade das Lojas Americanas S.A. através do benefício tributário proporcionado pela alavancagem que não ocorre na utilização de capital próprio.

**Gráfico 29 – Indicadores de rentabilidade Lojas Americanas S.A. versus Via Varejo S.A.**



Fonte: Elaborado pelo autor.

Na Via Varejo, ao contrário, não se verificou o mesmo fenômeno. Nos anos em que a empresa apresentou menor endividamento, consequentemente, teve os maiores valores de rentabilidade, como em 2013 e 2014. Conforme o Gráfico 26,

nestes anos a Via Varejo S.A. apresentou o menor percentual de participação de recursos de terceiros na sua estrutura de capital. Paralelamente, pelo Gráfico 26, notou-se neste ano os maiores valores no ROA (8,5%) e no ROE (29,0%) em comparação aos outros exercícios. Por outro lado, no ano de 2016, em que a empresa teve o maior percentual no índice de endividamento total e no índice dívida/capital próprio observou-se, em contrapartida, os menores valores no ROA (-0,5%) e no ROE (-3,4%).

Portanto, conclui-se que as Lojas Americanas S.A. embora tenha apresentado no período maior percentual de dívidas na sua estrutura de capital em relação à Via Varejo S.A., foi a empresa que obteve maior rentabilidade nos dois indicadores aqui analisados, o que contribui para a conclusão de que a estrutura de capital adotada pelas Lojas Americanas S.A. – no que diz respeito ao nível de recursos de terceiros – pode ter sido influenciada pelos benefícios fiscais derivados do endividamento. A Via Varejo, por outro lado, demonstrou uma relação inversa entre o seu endividamento e a rentabilidade no período analisado, indicando que o elevado custo de financiamento – em razão dos juros sobre dívida – pode ter influenciando negativamente no indicadores de rentabilidade.

## 6 CONCLUSÃO

O principal objetivo do presente trabalho foi analisar o capital de giro e a estrutura de capital das principais empresas do setor varejista com capital aberto, a fim de determinar quais delas possuem maior liquidez e equilíbrio financeiro, bem como qual possui maior endividamento e rentabilidade.

Para realizar as análises do trabalho foram utilizadas as demonstrações financeiras anuais consolidadas das empresas, os Balanços Patrimoniais e os Demonstrativos do Resultado do exercício, servindo como base para a construção dos indicadores. Como fonte principal dos dados utilizou-se a B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão e a área de Relação com Investidores diretamente dos sites das empresas.

O método empregado para analisar as empresas foi realizado através da análise de pares, comparando empresas que atuam no mesmo segmento de mercado e que possuem modelos de negócios semelhantes. Dessa forma, foi possível ter uma melhor compreensão da situação financeira de cada empresa em comparação aos seus concorrentes.

O setor de varejo foi escolhido pela alta representatividade que possui nos indicadores econômicos do país. Apesar do momento desafiador que enfrenta o comércio varejista no mercado brasileiro – em razão de uma crise que econômica e política que tarda em ter fim – o varejo continua contratando, abrindo lojas, ampliando suas vendas e contribuindo para o crescimento da economia. Dentro deste setor, foram escolhidas oito empresas para realizar as análises.

Em um panorama geral, as empresas varejistas que atuam no segmento de calçados e no segmento de vestuário apresentaram endividamento moderado na sua estrutura de capital, enquanto que as empresas que atuam no segmento de eletrônicos e eletrodomésticos apresentaram alto percentual de endividamento. Entretanto, existem diferenças significativas entre cada empresa analisada, conforme será descrito a seguir.

Os indicadores de capital de giro demonstraram que a Arezzo S.A. é uma empresa com alto nível de liquidez e superior capacidade de pagamento no curto prazo comparado à Alpargatas S. A.. A Arezzo S.A. apresentou capital de giro superior a sua necessidade de capital de giro, o que indica que os recursos financeiros de longo prazo da empresa foram mais do que suficientes para suprir às necessidades de financiamento do circulante, resultando em um saldo de tesouraria

positivo e crescente no período. A Alpargatas S.A. apresentou capital de giro insuficiente para atender suas necessidades de financiamento em giro, tendo que captar empréstimos de curto prazo para suprir essa falta de recursos.

Os indicadores de endividamento revelaram que a Arezzo S.A. apresentou baixa participação de recursos de terceiros na sua estrutura de capital em relação à Alpargatas S.A.. Esta, por sua vez, demonstrou utilizar maior proporção de dívidas – sobretudo de curto prazo – para financiar seu ativo, indicando maior grau de alavancagem financeira em relação a Arezzo S.A.

Nos indicadores de rentabilidade, a Arezzo S.A. também se destacou mostrando maior capacidade de rentabilizar seu ativo comparado com a sua concorrente. A análise da rentabilidade em conjunto com o endividamento, permitiu concluir que os custos da dívida, podem ter influenciado negativamente na rentabilidade da Alpargatas S.A.

A análise dos indicadores de capital de giro das Lojas Renner S.A. e da Guararapes S.A. (Riachuelo) evidenciou que as duas empresas apresentaram capital de giro insuficiente para suprir as suas necessidades de capital de giro, o que resultou em um saldo de tesouraria negativo para as empresas no período. Dessa forma, as empresas tiveram que captar empréstimos de curto prazo para suprir a falta de capital de giro. Verificou-se ainda que a Riachuelo incorreu no efeito tesoura, evidenciado pela crescente evolução do saldo de tesouraria negativo em relação ao seu volume de vendas no período.

Os indicadores de endividamento revelaram que as Lojas Renner S.A. apresentaram alta participação de recursos de terceiros na estrutura de capital em comparação com a Riachuelo. Verificou-se que no período as dívidas das Lojas Renner S.A. corresponderam, em média, a 2,7 vezes o seu patrimônio líquido, enquanto que as dívidas da Riachuelo corresponderam a 0,8 vezes o seu patrimônio líquido, o que demonstra menor alavancagem. Com relação a maturidade dos passivos as duas empresas apresentam uma predominância de obrigações de curto prazo na composição do seu endividamento.

Os indicadores de rentabilidade evidenciaram melhor desempenho das Lojas Renner S.A. comparado com a Riachuelo, demonstrando que, apesar das Lojas Renner S.A. apresentarem maior endividamento, obteve maior capacidade de rentabilizar seus investimentos. Constatou-se que a alavancagem pode ter resultado em um ganho financeiro através do benefício fiscal proporcionado pelo

endividamento, uma vez que os juros podem ser deduzidos do lucro tributável da empresa, reduzindo o volume de impostos a recolher.

Na análise da B2W Digital e do Magazine Luiza, constatou-se que os indicadores de capital de giro indicaram maior liquidez da primeira empresa com relação à segunda. A B2W apresentou recursos de capital de giro superiores à sua necessidade de financiamento, resultando em um saldo de tesouraria positivo no período analisado e demonstrando que as fontes de recursos de longo prazo da empresa foram suficientes para atender às necessidades de financiamento dos ativos circulantes. O magazine Luiza S.A., por outro lado, teve capital de giro insuficiente para suprir sua necessidade de capital de giro, o que resultou em um saldo de tesouraria negativo no período. Esse fato levou a empresa a ter que contrair empréstimos no curto prazo para financiar essa falta de recursos.

Os indicadores de endividamento mostraram que as duas empresas apresentaram elevada participação de recursos de terceiros na estrutura de capital, entretanto o Magazine Luiza S.A. teve endividamento superior ao da B2W Digital. Constatou-se que as dívidas do Magazine Luiza S.A. corresponderam, na média do período, a 17,6 vezes o seu patrimônio líquido, enquanto que as dívidas da B2W corresponderam a 4,7 vezes, demonstra menor alavancagem financeira.

Com relação a maturidade dos passivos, a B2W apresenta uma composição de endividamento distribuída quase que igualmente entre obrigações de curto e longo prazo o que indica uma possível estratégia da empresa na administração do custo financeiro do seu passivo oneroso. O Magazine Luiza S.A., por outro lado, apresentam uma predominância de obrigações de curto prazo no financiamento do seu ativo. No entanto, o crescimento do endividamento de curto de curto prazo do Magazine Luiza, não necessariamente indica um desequilíbrio, mas uma eventual estratégia da empresa em tomar recursos de curto prazo, uma vez que possui fontes de financiamento a baixo custo através da Luizacred, empresa de financiamento do Grupo Magazine Luiza.

Os indicadores de rentabilidade demonstraram que o Magazine Luiza S.A., embora tenha apresentado maior endividamento, obteve um resultado superior ao da B2W no que diz respeito ao retorno dos seus investimentos. Dessa forma, constatou-se que a alavancagem pode ter resultado em um ganho financeiro para a empresa através do benefício tributário proporcionado pela dívida, que não ocorre com o capital próprio.

Com relação às Lojas Americanas S.A. e a Via Varejo, constatou-se que os indicadores de capital de giro demonstraram melhor relação de liquidez da primeira empresa em comparação com a Via Varejo S.A.. As Lojas Americanas apresentaram capital de giro superior a sua necessidade de em todos os anos do período analisado, resultando em um saldo de tesouraria positivo.

A Via Varejo, ao contrário, apresentou capital de giro insuficiente para suprir a sua necessidade de capital de giro, tendo a empresa que captar empréstimos de curto prazo para suprir essa falta de recursos. O saldo de tesouraria negativo no período mostra a incapacidade da Via Varejo S.A. em utilizar suas fontes de longo prazo (passivo não circulante e patrimônio líquido) como fonte de financiamento dos ativos circulantes. Verificou-se ainda que a Via Varejo S.A. apresenta uma tendência ao efeito tesoura, evidenciado pela crescente evolução do saldo de tesouraria negativo em relação ao seu volume de vendas no período.

Os indicadores de endividamento revelaram que as Lojas Americanas S.A. apresentaram maior participação de recursos de terceiros na estrutura de capital em comparação com a Via Varejo. No período, as dívidas das Lojas Americanas S.A. corresponderam, em média, a 7,6 vezes o seu patrimônio líquido, enquanto que as dívidas da Via Varejo corresponderam a 3,2 vezes o seu patrimônio líquido, o que demonstra menor alavancagem.

Com relação à composição do endividamento, as Lojas Americanas apresentaram uma tendência de crescimento nas suas obrigações de longo prazo ao mesmo tempo em que se verificou uma redução nas dívidas de curto prazo, indicando uma substituição na maturidade dos seus passivos. A Via Varejo, por outro lado, utiliza predominantemente obrigações de curto prazo para financiar seu ativo. Os indicadores de rentabilidade demonstraram que as Lojas Americanas S.A., embora tenham apresentado maior endividamento no período, tiveram um resultado superior ao da Via Varejo no que tange ao retorno dos seus investimentos. Dessa forma, constatou-se que a alavancagem pode ter resultado em um ganho financeiro para as Lojas Americanas que não foi verificado na Via Varejo S.A..

O objetivo do trabalho, portanto foi plenamente atingido. Através dos indicadores financeiros de capital de giro, comparou-se o capital de giro em relação à necessidade de capital de giro, fornecendo subsídios para determinar qual empresa apresentou maior liquidez. Os indicadores de endividamento possibilitaram compreender a estrutura de capital das empresas varejistas, podendo compará-las

com seus respectivos pares de mercado e identificar qual possui maior alavancagem. Por fim, através dos indicadores de rentabilidade foi possível concluir que o endividamento pode ser positivo para algumas empresas, uma vez que a utilização de recursos de terceiros gera um benefício fiscal às organizações.



## REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico financeiro**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

ASSAF NETO, Alexandre; SILVA, César Augusto T. **Administração do capital de giro**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Empresas Listadas**. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm)>. Acesso em: 30 out. 2017.

BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. **Administração financeira: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2017.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS - CPC. **Pronunciamento técnico CPC 03 (R2): demonstração dos fluxos de caixa**. Brasília, DF, out. 2010. Disponível em: <[http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/183\\_CPC\\_03\\_R2\\_rev%2010.pdf](http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/183_CPC_03_R2_rev%2010.pdf)>. Acesso em: 30 out. 2017.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE - CFC. **Norma Brasileira de Contabilidade NBC TG 36 (R3): demonstrações consolidadas**. Brasília, DF, out. 2015. Disponível em: <[http://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/NBCTG36\(R3\).pdf](http://www1.cfc.org.br/sisweb/SRE/docs/NBCTG36(R3).pdf)>. Acesso em: 30 out. 2017.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas aplicadas: manual do usuário**. Porto Alegre: Bookman, 2002.

DELGADO, Felipe S. **Análise da evolução da concentração no varejo supermercadista brasileiro entre 1998 e 2013**. 2014. 113 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Curso de Economia, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2014.

DELOITTE. **Análise setorial varejo: um setor em grande transformações**. São Paulo, 2008.

DELOITTE. **Global Powers of Retailing 2017. The art and science of customers**. Londres, 2017. Disponível em: <<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/consumer-business/Poderosos-varejo-global-2017.pdf>>. Acesso em: 12. nov. 2017.

DELOITTE. **Relatório dos auditores independentes sobre as demonstrações financeiras**. São Paulo, 2012. Disponível em: <<https://goo.gl/EX1J2Y>>. Acesso em: 12. nov. 2017.

DONATO, Lucília G. **Liquidez e estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto**. 2011. 93 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Engenharia de Produção, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2011.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

KOTLER, Philip; KELLER, Kevin Lane. **Administração de Marketing**. 12. Ed. São Paulo: Pearson, 2012.

MAGAZINE LUIZA. **Sobre Luizacred**. c2017. Disponível em: <  
<https://www.magazineluiza.com.br/luizacred/sobre/>>. Acesso em 15 nov. 2017.

MATARAZZO, Dante C. **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

MATTAR, Fauze Najib. **Administração de varejo**. 4. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The Cost of Capital, Corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, Nova Iorque, v. 48, n. 3, p. 261-297, jun. 1958.

PARENTE, Juracy; BARKI, Edgard. **Varejo no Brasil: Gestão e Estratégia**. São Paulo: Atlas, 2014.

PRICEWATERHOUSECOOPERS - PWC. **The retail and consumer industry in Brazil – Navigating the downturn**. São Paulo, 2016. Disponível em: <  
<https://www.pwc.com/gx/en/growth-markets-centre/publications/assets/The%20R&C%20Industry%20in%20Brazil%20-%20Navigating%20the%20Downturn.pdf>> Acesso em: 25 out. 2017.

ROSS, Stephen A. *et al.* **Administração financeira**. 10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2015.

ROSS, Stephen A. *et al.* **Fundamentos de administração financeira**. 9. ed. Porto Alegre: AMGH, 2013.

SERRENTINO, Alberto. **Varejo e Brasil: Reflexões Estratégicas**. 2. Ed. São Paulo, Varese Retail, 2016.

SOCIEDADE BRASILEIRA DE VAREJO E CONSUMO – SBVC. **300 maiores empresas do varejo brasileiro**. São Paulo, 2017. Disponível em: <  
<http://sbvc.com.br/wp-content/uploads/2017/08/Ranking.pdf>>. Acesso em 12 nov. 2017.

VERGARA, Sylvia C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

YIN, Robert K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 4. ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.

## ANEXO A – DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS AREZZO S.A.

**Tabela 1 - Demonstração do Resultado do Exercício – Arezzo S.A.**

<b>AREZZO S.A.</b>								
<b>DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO (EM MILHARES DE REAIS)</b>								
<b>Conta</b>	<b>Descrição</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
3.01	Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	1.239.110	1.120.557	1.052.909	962.950	860.335	678.907	571.525
3.02	Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-689.819	-644.658	-603.610	-537.221	-484.530	-397.483	-339.884
3.03	Resultado Bruto	549.291	475.899	449.299	425.729	375.805	281.424	231.641
3.04	Despesas/Receitas Operacionais	-397.965	-334.611	-301.229	-277.239	-247.600	-167.753	-138.821
3.04.01	Despesas com Vendas	-302.708	-249.242	-221.352	-204.438	-178.526	-121.224	-96.597
3.04.02	Despesas Gerais e Administrativas	-92.846	-82.893	-76.169	-73.812	-64.326	-48.197	-45.679
3.04.03	Perdas pela Não Recuperabilidade de Ativos	-	-	-	-	-	-	-
3.04.04	Outras Receitas Operacionais	-	0	0	1.011	-4.748	1.668	3.455
3.04.05	Outras Despesas Operacionais	-2.411	-2.476	-3.708	-	-	-	-
3.04.06	Resultado de Equivalência Patrimonial	-	-	-	-	-	-	-
3.05	Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	151.326	141.288	148.070	148.490	128.205	113.671	92.820
3.06	Resultado Financeiro	5.674	23.269	13.417	7.627	5.299	11.781	-3.531
3.06.01	Receitas Financeiras	35.658	52.834	28.393	24.238	19.321	22.647	10.302
3.06.02	Despesas Financeiras	-29.984	-29.565	-14.976	-16.611	-14.022	-10.866	-13.833
3.07	Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	157.000	164.557	161.487	156.117	133.504	125.452	89.289
3.08	Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	-40.851	-44.894	-48.735	-45.562	-36.630	-33.839	-24.755
3.08.01	Corrente	-42.971	-47.055	-47.345	-44.812	-32.882	-24.598	-19.507
3.08.02	Diferido	2.120	2.161	-1.390	-750	-3.748	-9.241	-5.248
3.09	Resultado Líquido das Operações Continuadas	116.149	119.663	112.752	110.555	96.874	91.613	64.534
3.10	Resultado Líquido de Operações Descontinuadas	-	-	-	-	-	-	-
3.11	Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	116.149	119.663	112.752	110.555	96.874	91.613	64.534
3.11.01	Atribuído a Sócios da Empresa Controladora	116.149	119.663	112.752	110.555	96.874	91.613	64.534
3.11.02	Atribuído a Sócios Não Controladores	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO (2017).

Tabela 2 - Balanço Patrimonial – Arezzo S.A. (em milhares de reais)

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
<b>ATIVO TOTAL</b>	<b>907.148</b>	<b>853.948</b>	<b>796.509</b>	<b>703.866</b>	<b>636.591</b>	<b>510.628</b>	<b>268.156</b>
<b>Ativo Circulante</b>	<b>706.229</b>	<b>658.203</b>	<b>618.653</b>	<b>553.093</b>	<b>513.562</b>	<b>432.376</b>	<b>209.067</b>
Caixa e Equivalentes de Caixa	5.020	8.822	10.831	13.786	11.518	15.528	8.004
Aplicações Financeiras	237.824	216.940	189.554	171.905	190.636	158.022	5.000
Contas a Receber	315.304	280.528	277.913	247.498	208.756	179.589	132.402
Estoques	110.478	106.951	98.131	85.108	76.133	57.384	48.862
Tributos a Recuperar	22.562	21.222	27.742	19.188	14.280	10.191	7.889
Despesas Antecipadas	0	0	0	0	0	0	0
Outros Ativos Circulantes	15.041	23.740	14.482	15.608	12.239	11.662	6.910
<b>Ativo Não Circulante</b>	<b>200.919</b>	<b>195.745</b>	<b>177.856</b>	<b>150.773</b>	<b>123.029</b>	<b>78.252</b>	<b>59.089</b>
Ativo Realizável a Longo Prazo	41.001	31.423	12.013	15.116	14.117	16.818	22.941
Investimentos	905	0	0	0	0	0	0
Imobilizado	73.052	73.593	75.767	68.543	61.090	30.293	21.376
Intangível	85.961	90.729	90.076	67.114	47.822	31.141	14.772
<b>PASSIVO TOTAL</b>	<b>907.148</b>	<b>853.948</b>	<b>796.509</b>	<b>703.866</b>	<b>636.591</b>	<b>510.628</b>	<b>268.156</b>
<b>Passivo Circulante</b>	<b>201.830</b>	<b>190.772</b>	<b>178.803</b>	<b>143.860</b>	<b>127.418</b>	<b>102.318</b>	<b>93.786</b>
Obrigações Sociais e Trabalhistas	27.863	16.668	20.130	16.892	19.726	14.861	15.377
Fornecedores	66.445	64.881	70.315	34.859	35.507	37.286	28.744
Obrigações Fiscais	18.637	16.493	11.866	14.830	15.110	11.711	7.865
Empréstimos e Financiamentos	78.970	85.336	65.081	59.835	42.843	20.885	27.370
Outros	9.915	7.394	11.411	9.846	5.287	3.248	2.466
Provisões	0	0	0	0	0	0	0
<b>Passivo Não Circulante</b>	<b>35.619</b>	<b>45.271</b>	<b>41.413</b>	<b>45.464</b>	<b>55.274</b>	<b>24.263</b>	<b>28.152</b>
Empréstimos e Financiamentos	27.079	37.817	34.329	38.583	51.241	17.774	19.399
Passivos com Partes Relacionadas	1.214	1.393	950	873	973	905	2.075
Outros	0	0	817	1.165	22	1.326	2.068
Tributos Diferidos	0	0	0	0	0	0	0
Provisões	7.209	5.594	5.317	4.843	3.038	4.258	4.610
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>669.699</b>	<b>617.905</b>	<b>576.293</b>	<b>514.542</b>	<b>453.899</b>	<b>384.047</b>	<b>146.218</b>

Fonte: B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO (2017).

## ANEXO B – DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS ALPARGATAS S.A.

**Tabela 3 - Demonstração do Resultado do Exercício – Alpargatas S.A.**

<b>ALPARGATAS S.A.</b>								
<b>DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO (EM MILHARES DE REAIS)</b>								
<b>Conta</b>	<b>Descrição</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
3.01	Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	4.054.404	4.126.254	3.711.162	3.425.959	3.006.982	2.574.700	2.239.156
3.02	Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-2.254.120	-2.366.828	-2.212.917	-2.005.390	-1.734.176	-1.420.772	-1.217.751
3.03	Resultado Bruto	1.800.284	1.759.426	1.498.245	1.420.569	1.272.806	1.153.928	1.021.405
3.04	Despesas/Receitas Operacionais	-1.327.941	-1.390.621	-1.173.226	-1.095.170	-981.047	-842.113	-697.180
3.04.01	Despesas com Vendas	-975.963	-1.007.551	-914.453	-823.259	-745.952	-663.238	-546.472
3.04.02	Despesas Gerais e Administrativas	-267.951	-281.190	-208.283	-176.321	-151.738	-144.194	-120.391
3.04.03	Perdas pela Não Recuperabilidade de Ativos	-	-	-	-	-	-	-
3.04.04	Outras Receitas Operacionais	17.737	20.958	63.918	20.857	35.349	27.707	25.362
3.04.05	Outras Despesas Operacionais	-101.764	-122.838	-94.895	-89.360	-75.842	-56.731	-46.457
3.04.06	Resultado de Equivalência Patrimonial	0	0	-19.513	-27.087	-42.864	-5.657	-9.222
3.05	Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	472.343	368.805	325.019	325.399	291.759	311.815	324.225
3.06	Resultado Financeiro	-87.062	-62.805	-22.654	22.017	8.094	29.049	8.958
3.06.01	Receitas Financeiras	109.665	160.584	144.358	172.355	80.957	91.641	52.237
3.06.02	Despesas Financeiras	-196.727	-223.389	-167.012	-150.338	-72.863	-62.592	-43.279
3.07	Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	385.281	306.000	302.365	347.416	299.853	340.864	333.183
3.08	Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	-23.023	-28.099	-15.837	-37.653	-19.317	-31.797	-25.972
3.08.01	Corrente	-47.543	-21.844	-15.207	-42.371	-26.821	-32.136	-31.214
3.08.02	Diferido	24.520	-6.255	-630	4.718	7.504	339	5.242
3.09	Resultado Líquido das Operações Continuadas	362.258	277.901	286.528	309.763	280.536	309.067	307.211
3.10	Resultado Líquido de Operações Descontinuadas	-3.785	-14.653	-	-	0	0	3.241
3.11	Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	358.473	263.248	286.528	309.763	280.536	309.067	310.452
3.11.01	Atribuído a Sócios da Empresa Controladora	361.567	272.314	280.151	310.011	279.983	307.420	306.341
3.11.02	Atribuído a Sócios Não Controladores	-3.094	-9.066	6.377	-248	553	1.647	4.111

Fonte: B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO (2017).

Tabela 4 - Balanço Patrimonial – Alpargatas S.A. (em milhares de reais)

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
<b>ATIVO TOTAL</b>	<b>3.782.052</b>	<b>3.763.470</b>	<b>3.646.566</b>	<b>3.361.984</b>	<b>2.740.729</b>	<b>2.442.554</b>	<b>2.246.603</b>
<b>Ativo Circulante</b>	<b>2.262.005</b>	<b>2.208.631</b>	<b>2.138.855</b>	<b>2.184.259</b>	<b>1.838.987</b>	<b>1.609.539</b>	<b>1.473.791</b>
Caixa e Equivalentes de Caixa	391.347	394.926	316.610	134.682	122.830	510.467	482.488
Aplicações Financeiras	110.771	93.267	169.012	679.718	494.078	160.487	172.177
Contas a Receber	931.300	883.760	914.957	801.554	694.169	505.858	465.433
Estoques	652.408	633.664	595.233	467.528	443.938	351.023	272.978
Tributos a Recuperar	63.476	84.663	68.340	58.184	54.461	27.959	24.685
Despesas Antecipadas	11.684	14.797	12.546	10.765	6.583	11.433	5.783
Outros Ativos Circulantes	101.019	103.554	62.157	31.828	22.928	42.312	50.247
<b>Ativo Não Circulante</b>	<b>1.520.047</b>	<b>1.554.839</b>	<b>1.507.711</b>	<b>1.177.725</b>	<b>901.742</b>	<b>833.015</b>	<b>772.812</b>
Ativo Realizável a Longo Prazo	148.601	140.236	137.627	130.264	129.900	153.175	131.500
Investimentos	2.206	2.319	2.042	183.098	33.564	74.462	77.338
Imobilizado	722.083	740.902	698.095	624.264	494.369	341.980	301.520
Intangível	647.157	671.382	669.947	240.099	243.909	263.398	262.454
<b>PASSIVO TOTAL</b>	<b>3.782.052</b>	<b>3.763.470</b>	<b>3.646.566</b>	<b>3.361.984</b>	<b>2.740.729</b>	<b>2.442.554</b>	<b>2.246.603</b>
<b>Passivo Circulante</b>	<b>994.530</b>	<b>1.309.519</b>	<b>995.623</b>	<b>1.014.522</b>	<b>755.459</b>	<b>666.299</b>	<b>622.774</b>
Obrigações Sociais e Trabalhistas	162.695	172.530	150.873	127.176	109.466	98.897	88.021
Fornecedores	427.288	437.636	396.898	384.055	359.079	297.150	212.777
Obrigações Fiscais	68.840	47.185	41.128	25.269	13.496	15.515	28.629
Empréstimos e Financiamentos	209.908	495.243	295.931	275.311	188.406	180.077	226.371
Outros	95.031	130.106	97.900	193.821	71.904	62.381	57.634
Provisões	13.349	16.057	10.819	6.755	11.383	11.436	8.847
<b>Passivo Não Circulante</b>	<b>721.773</b>	<b>522.715</b>	<b>550.039</b>	<b>513.011</b>	<b>324.372</b>	<b>286.396</b>	<b>275.756</b>
Empréstimos e Financiamentos	382.766	177.449	218.072	281.523	110.347	55.856	69.589
Outros	233.139	238.386	218.125	200.974	188.257	159.988	122.214
Tributos Diferidos	67.510	82.868	86.222	0	0	44.307	50.945
Provisões	38.358	24.012	27.620	30.514	25.768	26.245	33.008
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>2.065.749</b>	<b>1.931.236</b>	<b>2.100.904</b>	<b>1.834.451</b>	<b>1.660.898</b>	<b>1.489.859</b>	<b>1.348.073</b>

Fonte: B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO (2017).

## ANEXO C – DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS LOJAS RENNER S.A.

**Tabela 5 - Demonstração do Resultado do Exercício – Lojas Renner S.A.**

<b>LOJAS RENNER S.A.</b>								
<b>DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO (EM MILHARES DE REAIS)</b>								
<b>Conta</b>	<b>Descrição</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
3.01	Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	6.451.578	6.145.198	5.216.820	4.370.328	3.862.508	3.238.543	2.751.338
3.02	Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-2.575.083	-2.511.352	-2.165.915	-1.867.584	-1.634.246	-1.396.129	-1.209.459
3.03	Resultado Bruto	3.876.495	3.633.846	3.050.905	2.502.744	2.228.262	1.842.414	1.541.879
3.04	Despesas/Receitas Operacionais	-2.900.805	-2.700.593	-2.248.855	-1.852.306	-1.669.012	-1.369.781	-1.137.405
3.04.01	Despesas com Vendas	-1.547.462	-1.389.728	-1.171.753	-1.030.055	-929.554	-775.541	-641.702
3.04.02	Despesas Gerais e Administrativas	-521.149	-469.389	-397.998	-330.255	-293.931	-250.682	-211.764
3.04.03	Perdas pela Não Recuperabilidade de Ativos	-262.203	-281.141	-188.460	-142.489	-126.080	-109.427	-88.172
3.04.04	Outras Receitas Operacionais	71.458	48.741	15.034	31.497	34.934	15.495	13.611
3.04.05	Outras Despesas Operacionais	-641.449	-609.076	-505.678	-381.004	-354.381	-249.626	-209.378
3.04.06	Resultado de Equivalência Patrimonial	-	-	-	-	-	-	-
3.05	Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	975.690	933.253	802.050	650.438	559.250	472.633	404.474
3.06	Resultado Financeiro	-103.310	-104.586	-93.875	-67.724	-50.430	2.760	27.297
3.06.01	Receitas Financeiras	87.472	93.853	93.088	52.345	33.362	50.299	39.785
3.06.02	Despesas Financeiras	-190.782	-198.439	-186.963	-120.069	-83.792	-47.539	-12.488
3.07	Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	872.380	828.667	708.175	582.714	508.820	475.393	431.771
3.08	Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	-247.322	-249.829	-236.755	-175.310	-153.419	-138.486	-123.743
3.08.01	Corrente	-253.651	-275.069	-266.888	-169.581	-169.603	-140.014	-136.223
3.08.02	Diferido	6.329	25.240	30.133	-5.729	16.184	1.528	12.480
3.09	Resultado Líquido das Operações Continuadas	625.058	578.838	471.420	407.404	355.401	336.907	308.028
3.10	Resultado Líquido de Operações Descontinuadas	-	-	-	-	-	-	-
3.11	Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	625.058	578.838	471.420	407.404	355.401	336.907	308.028
3.11.01	Atribuído a Sócios da Empresa Controladora	-	578.838	471.420	407.404	355.401	336.907	308.028
3.11.02	Atribuído a Sócios Não Controladores	625.058	-	-	-	-	-	-

Fonte: B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO (2017).

Tabela 6 - Balanço Patrimonial – Lojas Renner S.A. (em milhares de reais)

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
<b>ATIVO TOTAL</b>	<b>6.475.212</b>	<b>5.863.719</b>	<b>5.321.540</b>	<b>4.515.524</b>	<b>3.770.028</b>	<b>2.983.504</b>	<b>2.456.015</b>
<b>Ativo Circulante</b>	<b>4.085.477</b>	<b>3.721.211</b>	<b>3.499.343</b>	<b>3.001.262</b>	<b>2.496.890</b>	<b>2.035.555</b>	<b>1.872.921</b>
Caixa e Equivalentes de Caixa	894.881	737.527	834.340	801.592	683.270	578.264	683.661
Aplicações Financeiras	0	0	0	0	0	0	0
Contas a Receber	2.266.291	2.268.184	1.981.179	1.621.130	1.310.155	1.022.451	893.748
Estoques	782.266	622.534	612.300	506.990	454.011	402.748	275.950
Tributos a Recuperar	135.841	87.630	68.127	68.374	47.598	30.445	18.610
Despesas Antecipadas	6.198	5.336	3.397	3.176	1.856	1.647	952
Outros Ativos Circulantes	0	0	0	0	0	0	0
<b>Ativo Não Circulante</b>	<b>2.389.735</b>	<b>2.142.508</b>	<b>1.822.197</b>	<b>1.514.262</b>	<b>1.273.138</b>	<b>947.949</b>	<b>583.094</b>
Ativo Realizável a Longo Prazo	244.376	176.446	149.985	128.648	170.706	143.547	103.451
Tributos Diferidos	156.616	97.899	95.670	84.925	133.187	115.517	75.457
Investimentos	46	63	63	63	63	63	63
Imobilizado	1.645.069	1.545.704	1.304.065	1.063.348	846.204	599.481	412.603
Intangível	500.244	420.295	368.084	322.203	256.165	204.858	66.977
<b>PASSIVO TOTAL</b>	<b>6.475.212</b>	<b>5.863.719</b>	<b>5.321.540</b>	<b>4.515.524</b>	<b>3.770.028</b>	<b>2.983.504</b>	<b>2.456.015</b>
<b>Passivo Circulante</b>	<b>2.917.751</b>	<b>2.319.127</b>	<b>2.037.362</b>	<b>1.932.589</b>	<b>1.725.212</b>	<b>1.065.575</b>	<b>977.575</b>
Obrigações Sociais e Trabalhistas	179.470	174.704	142.015	101.944	103.317	67.001	72.108
Fornecedores	679.721	553.453	561.480	471.384	456.484	429.887	318.285
Obrigações Fiscais	404.760	342.976	320.582	254.898	244.089	211.273	146.674
Empréstimos e Financiamentos	996.171	706.589	559.537	735.599	670.248	172.159	279.426
Outros	474.164	413.432	366.637	300.571	160.913	99.284	82.334
Provisões	33.656	29.866	23.998	17.493	18.759	19.124	17.581
<b>Passivo Não Circulante</b>	<b>920.665</b>	<b>1.233.696</b>	<b>1.428.910</b>	<b>1.089.682</b>	<b>739.133</b>	<b>762.931</b>	<b>457.132</b>
Empréstimos e Financiamentos	879.749	1.196.423	1.395.469	1.046.846	645.159	666.003	377.076
Passivos com Partes Relacionadas	0	0	0	0	0	0	0
Outros	3.560	2.425	7.182	10.564	18.080	49.642	36.642
Tributos Diferidos	0	0	0	0	0	0	0
Provisões	37.356	34.848	26.259	32.272	75.894	47.286	43.414
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>2.636.796</b>	<b>2.310.896</b>	<b>1.855.268</b>	<b>1.493.253</b>	<b>1.305.683</b>	<b>1.154.998</b>	<b>1.021.308</b>

Fonte: B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO (2017).



## ANEXO D – DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS GUARARAPES S.A.

**Tabela 7 - Demonstração do Resultado do Exercício – Guararapes S.A.**

<b>GUARARAPES CONFECÇÕES S.A.</b>								
<b>DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO (EM MILHARES DE REAIS)</b>								
<b>Conta</b>	<b>Descrição</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
3.01	Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	5.921.650	5.507.306	4.728.129	4.069.090	3.545.995	3.046.024	2.607.984
3.02	Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-2.347.425	-2.181.132	-1.824.128	-1.651.885	-1.474.969	-1.298.184	-1.115.401
3.03	Resultado Bruto	3.574.225	3.326.174	2.904.001	2.417.205	2.071.026	1.747.840	1.492.583
3.04	Despesas/Receitas Operacionais	-3.170.592	-2.852.121	-2.271.367	-1.845.402	-1.566.522	-1.268.426	-1.037.539
3.04.01	Despesas com Vendas	-2.536.929	-2.309.648	-1.789.743	-1.436.865	-1.216.400	-882.843	-679.362
3.04.02	Despesas Gerais e Administrativas	-698.069	-568.276	-485.068	-399.006	-351.344	-399.477	-363.957
3.04.03	Perdas pela Não Recuperabilidade de Ativos	-	-	-	-	-	-	-
3.04.04	Outras Receitas Operacionais	64.406	25.803	3.444	-9.531	1.222	13.894	5.780
3.04.05	Outras Despesas Operacionais	-	-	-	-	-	-	0
3.04.06	Resultado de Equivalência Patrimonial	-	-	-	-	-	-	-
3.05	Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	403.633	474.053	632.634	571.803	504.504	479.414	455.044
3.06	Resultado Financeiro	-128.138	-94.762	-29.805	-35.458	-20.449	-13.038	-1.876
3.06.01	Receitas Financeiras	231.088	212.285	70.469	42.190	53.157	45.087	57.628
3.06.02	Despesas Financeiras	-359.226	-307.047	-100.274	-77.648	-73.606	-58.125	-59.504
3.07	Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	275.495	379.291	602.829	536.345	484.055	466.376	453.168
3.08	Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	42.056	-29.076	-122.719	-115.761	-118.504	-102.524	-115.373
3.08.01	Corrente	-147.637	-247.594	-190.561	-134.899	-128.832	-124.766	-119.024
3.08.02	Diferido	189.693	218.518	67.842	19.138	10.328	22.242	3.651
3.09	Resultado Líquido das Operações Continuadas	317.551	350.215	480.110	420.584	365.551	363.852	337.795
3.10	Resultado Líquido de Operações Descontinuadas	-	-	-	-	-	-	-
3.11	Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	317.551	350.215	480.110	420.584	365.551	363.852	337.795
3.11.01	Atribuído a Sócios da Empresa Controladora	317.551	350.215	480.110	420.584	365.551	363.852	337.795
3.11.02	Atribuído a Sócios Não Controladores	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO (2017).

Tabela 8 - Balanço Patrimonial – Guararapes S.A. (em milhares de reais)

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
<b>ATIVO TOTAL</b>	<b>7.720.762</b>	<b>7.032.835</b>	<b>5.941.264</b>	<b>4.758.289</b>	<b>4.240.672</b>	<b>3.710.950</b>	<b>3.169.164</b>
<b>Ativo Circulante</b>	<b>4.776.437</b>	<b>4.131.787</b>	<b>3.563.606</b>	<b>2.619.343</b>	<b>2.372.135</b>	<b>1.954.080</b>	<b>1.638.457</b>
Caixa e Equivalentes de Caixa	616.363	367.355	358.993	232.914	297.238	110.705	131.051
Aplicações Financeiras	336.951	285.663	202.179	176.937	163.463	161.942	194.619
Contas a Receber	2.750.165	2.498.552	2.102.907	1.522.287	1.291.437	1.078.578	843.138
Estoques	662.271	744.888	774.084	558.654	537.563	558.279	428.128
Tributos a Recuperar	347.493	154.522	99.730	89.817	60.735	20.491	11.007
Despesas Antecipadas	0	0	0	0	0	0	0
Outros Ativos Circulantes	63.194	80.807	25.713	38.734	21.699	24.085	30.514
<b>Ativo Não Circulante</b>	<b>2.944.325</b>	<b>2.901.048</b>	<b>2.377.658</b>	<b>2.138.946</b>	<b>1.868.537</b>	<b>1.756.870</b>	<b>1.530.707</b>
Ativo Realizável a Longo Prazo	646.260	516.947	272.009	203.538	174.343	171.964	124.094
Tributos Diferidos	510.409	382.863	171.525	111.897	105.041	113.696	94.700
Investimentos	192.131	199.094	206.296	212.135	214.391	222.658	907
Imobilizado	1.993.129	2.082.115	1.832.482	1.670.457	1.440.150	1.321.535	1.367.905
Intangível	112.805	102.892	66.871	52.816	39.653	40.713	37.801
<b>PASSIVO TOTAL</b>	<b>7.720.762</b>	<b>7.032.835</b>	<b>5.941.264</b>	<b>4.758.289</b>	<b>4.240.672</b>	<b>3.710.950</b>	<b>3.169.164</b>
<b>Passivo Circulante</b>	<b>3.045.311</b>	<b>2.715.554</b>	<b>1.643.301</b>	<b>1.240.928</b>	<b>995.122</b>	<b>821.986</b>	<b>696.699</b>
Obrigações Sociais e Trabalhistas	253.696	212.142	226.067	180.055	150.452	134.760	83.203
Fornecedores	453.884	502.447	256.775	244.427	227.777	222.116	208.527
Obrigações Fiscais	340.306	333.713	286.630	229.519	178.084	133.523	181.610
Empréstimos e Financiamentos	931.518	836.498	212.119	170.658	148.349	137.105	75.304
Outros	1.065.907	830.754	661.710	416.269	290.460	194.482	148.055
Provisões	0	0	0	0	0	0	0
<b>Passivo Não Circulante</b>	<b>1.059.101</b>	<b>927.173</b>	<b>1.122.190</b>	<b>688.238</b>	<b>718.621</b>	<b>650.616</b>	<b>522.987</b>
Empréstimos e Financiamentos	659.124	581.579	790.739	406.672	476.268	426.025	318.727
Passivos com Partes Relacionadas	0	0	0	0	0	0	0
Outros	223.792	177.909	162.818	137.876	112.123	69.384	19.417
Tributos Diferidos	0	63.030	64.961	70.181	73.974	95.750	95.848
Provisões	176.185	104.655	103.672	73.509	56.256	59.457	81.850
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>3.616.350</b>	<b>3.390.108</b>	<b>3.175.773</b>	<b>2.829.123</b>	<b>2.526.929</b>	<b>2.238.348</b>	<b>1.949.478</b>

Fonte: B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO (2017).

## ANEXO E – DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS B2W S.A.

**Tabela 9 - Demonstração do Resultado do Exercício – B2W Digital**

<b>B2W - COMPANHIA DIGITAL</b>								
<b>DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO (EM MILHARES DE REAIS)</b>								
<b>Conta</b>	<b>Descrição</b>	<b>2016</b>	<b>2016</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
3.01	Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	8.601.311	9.013.779	7.963.835	6.088.500	4.812.439	4.232.137	4.073.569
3.02	Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-6.889.181	-7.226.275	-6.035.345	-4.581.025	-3.666.975	-3.172.480	-2.937.529
3.03	Resultado Bruto	1.712.130	1.787.504	1.928.490	1.507.475	1.145.464	1.059.657	1.136.040
3.04	Despesas/Receitas Operacionais	-1.351.051	-1.375.373	-1.561.851	-1.234.505	-985.617	-823.044	-725.276
3.04.01	Despesas com Vendas	-942.976	-1.037.489	-1.256.300	-990.574	-732.667	-565.721	-512.448
3.04.02	Despesas Gerais e Administrativas	-372.750	-379.781	-259.797	-180.898	-168.206	-143.296	-69.043
3.04.03	Perdas pela Não Recuperabilidade de Ativos	-	-	-	-	-	-	-
3.04.04	Outras Receitas Operacionais	-	-	-	-	-	-	-
3.04.05	Outras Despesas Operacionais	-35.325	41.897	-45.754	-63.033	-84.744	-114.027	-143.785
3.04.06	Resultado de Equivalência Patrimonial	-	-	-	-	-	-	-
3.05	Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	361.079	412.131	366.639	272.970	159.847	236.613	410.764
3.06	Resultado Financeiro	-1.084.278	-818.323	-650.450	-512.872	-420.217	-372.024	-360.864
3.06.01	Receitas Financeiras	481.088	385.806	283.633	238.565	206.093	219.061	128.796
3.06.02	Despesas Financeiras	-1.565.366	-1.204.129	-934.083	-751.437	-626.310	-591.085	-489.660
3.07	Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	-723.199	-406.192	-283.811	-239.902	-260.370	-135.411	49.900
3.08	Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	237.298	-12.245	120.498	80.340	89.703	46.243	-16.313
3.08.01	Corrente	-9.702	-34.162	-3.391	-10.657	-5.822	-16.199	-12.470
3.08.02	Diferido	247.000	21.917	123.889	90.997	95.525	62.442	-3.843
3.09	Resultado Líquido das Operações Continuadas	-485.901	-418.437	-163.313	-159.562	-170.667	-89.168	33.587
3.10	Resultado Líquido de Operações Descontinuadas	-	-	-	-	-	-	-
3.11	Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	-485.901	-418.437	-163.313	-159.562	-170.667	-89.168	33.587
3.11.01	Atribuído a Sócios da Empresa Controladora	-485.860	-418.384	-163.313	-159.562	-170.667	-89.168	33.587
3.11.02	Atribuído a Sócios Não Controladores	-41	-53	-	-	-	-	-

Fonte: B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO (2017).

Tabela 10 - Balanço Patrimonial – B2W Digital (em milhares de reais)

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
<b>ATIVO TOTAL</b>	<b>10.241.349</b>	<b>9.948.401</b>	<b>7.634.965</b>	<b>6.613.476</b>	<b>4.786.747</b>	<b>4.090.027</b>	<b>3.212.014</b>
<b>Ativo Circulante</b>	<b>4.936.400</b>	<b>5.257.690</b>	<b>4.027.890</b>	<b>4.142.478</b>	<b>3.136.775</b>	<b>2.801.029</b>	<b>2.324.297</b>
Caixa e Equivalentes de Caixa	224.248	329.424	195.349	89.501	36.267	15.297	15.283
Aplicações Financeiras	1.742.541	2.239.205	1.315.849	1.789.328	1.333.890	923.113	790.707
Contas a Receber	689.083	858.431	897.640	922.400	857.950	1.133.190	817.201
Estoques	1.541.324	1.425.872	1.366.221	1.096.098	726.240	510.934	560.013
Tributos a Recuperar	441.343	205.888	145.594	165.180	127.534	116.654	54.919
Despesas Antecipadas	51.952	79.599	31.696	28.999	16.946	17.790	18.783
Outros Ativos Circulantes	245.909	119.271	75.541	50.972	37.948	84.051	67.391
<b>Ativo Não Circulante</b>	<b>5.304.949</b>	<b>4.690.711</b>	<b>3.607.075</b>	<b>2.470.998</b>	<b>1.649.972</b>	<b>1.288.998</b>	<b>887.717</b>
Ativo Realizável a Longo Prazo	1.881.549	1.441.966	1.061.665	609.046	399.143	266.369	169.202
Tributos Diferidos	722.770	474.252	504.974	342.930	256.862	226.092	134.943
Investimentos	0	0	0	0	0	0	0
Imobilizado	538.290	565.965	474.169	319.636	262.015	213.037	131.949
Intangível	2.885.110	2.682.780	2.071.241	1.542.316	988.814	809.592	586.566
<b>PASSIVO TOTAL</b>	<b>10.241.349</b>	<b>9.948.401</b>	<b>7.634.965</b>	<b>6.613.476</b>	<b>4.786.747</b>	<b>4.090.027</b>	<b>3.212.014</b>
<b>Passivo Circulante</b>	<b>3.119.426</b>	<b>3.262.136</b>	<b>3.107.329</b>	<b>2.556.308</b>	<b>1.647.391</b>	<b>1.400.221</b>	<b>1.400.288</b>
Obrigações Sociais e Trabalhistas	65.341	70.186	65.723	43.194	28.448	16.929	11.520
Fornecedores	2.107.960	2.200.722	2.145.347	1.879.664	960.175	702.339	794.052
Obrigações Fiscais	73.652	64.985	34.640	19.260	13.114	10.590	8.935
Empréstimos e Financiamentos	526.891	554.553	574.549	506.499	617.141	644.557	543.113
Outros	345.582	371.690	287.070	107.691	28.513	25.806	37.285
Provisões	0	0	0	0	0	0	0
<b>Passivo Não Circulante</b>	<b>4.043.921</b>	<b>3.980.132</b>	<b>1.448.179</b>	<b>3.227.495</b>	<b>2.170.343</b>	<b>1.550.958</b>	<b>1.585.781</b>
Empréstimos e Financiamentos	3.739.288	3.646.642	1.335.018	3.074.147	2.141.711	1.466.335	1.535.216
Passivos com Partes Relacionadas	81.820	16.550	0	35.910	0	0	0
Outros	43.601	103.129	72.786	74.085	9.691	8.927	6.674
Tributos Diferidos	0	0	0	0	0	60.355	31.080
Provisões	179.212	213.811	40.375	43.353	18.941	15.341	12.811
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>3.078.002</b>	<b>2.706.133</b>	<b>3.079.457</b>	<b>829.673</b>	<b>969.013</b>	<b>1.138.848</b>	<b>225.945</b>

Fonte: B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO (2017).

## ANEXO F – DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS MAGAZINE LUIZA S.A.

**Tabela 11 - Demonstração do Resultado do Exercício – Magazine Luiza S.A.**

<b>MAGAZINE LUIZA S.A.</b>								
<b>DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO (EM MILHARES DE REAIS)</b>								
<b>Conta</b>	<b>Descrição</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
3.01	Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	9.508.745	8.978.259	9.779.385	8.088.439	7.665.112	6.419.371	4.808.024
3.02	Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-6.586.130	-6.399.630	-7.086.909	-5.825.444	-5.146.597	-4.275.084	-3.166.261
3.03	Resultado Bruto	2.922.615	2.578.629	2.692.476	2.262.995	2.518.515	2.144.287	1.641.763
3.04	Despesas/Receitas Operacionais	-2.341.670	-2.239.703	-2.201.548	-1.888.029	-2.370.250	-1.930.627	-1.390.330
3.04.01	Despesas com Vendas	-1.776.258	-1.720.799	-1.746.258	-1.513.769	-1.581.049	-1.270.971	-976.930
3.04.02	Despesas Gerais e Administrativas	-615.545	-584.280	-556.882	-505.680	-481.965	-441.566	-281.016
3.04.03	Perdas pela Não Recuperabilidade de Ativos	-26.074	-30.462	-22.547	-21.212	-338.519	-244.931	-175.333
3.04.04	Outras Receitas Operacionais	13.505	20.233	24.519	98.168	31.283	26.841	42.949
3.04.05	Outras Despesas Operacionais	-	-	-	-	-	-	-
3.04.06	Resultado de Equivalência Patrimonial	62.702	75.605	99.620	54.464	-	-	-
3.05	Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	580.945	338.926	490.928	374.966	148.265	213.660	251.433
3.06	Resultado Financeiro	-503.849	-486.055	-360.742	-243.962	-172.297	-165.723	-141.465
3.06.01	Receitas Financeiras	116.655	130.297	96.469	69.398	55.695	51.686	-
3.06.02	Despesas Financeiras	-620.504	-616.352	-457.211	-313.360	-227.992	-217.409	-
3.07	Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	77.096	-147.129	130.186	131.004	-24.032	47.937	109.968
3.08	Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	9.469	81.524	-1.630	-17.198	17.287	-36.271	-41.134
3.08.01	Corrente	-	-	-	-	-	-	-
3.08.02	Diferido	-	-	-	-	-	-	-
3.09	Resultado Líquido das Operações Continuadas	86.565	-65.605	128.556	113.806	-6.745	11.666	68.834
3.10	Resultado Líquido de Operações Descontinuadas	-	-	-	-	-	-	-
3.11	Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	86.565	-65.605	128.556	113.806	-6.745	11.666	68.834
3.11.01	Atribuído a Sócios da Empresa Controladora	86.565	-65.605	128.556	113.806	-6.745	11.666	68.834
3.11.02	Atribuído a Sócios Não Controladores	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO (2017).

Tabela 12 - Balanço Patrimonial – Magazine Luiza (em milhares de reais)

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
<b>ATIVO TOTAL</b>	<b>6.187.162</b>	<b>5.588.537</b>	<b>5.290.037</b>	<b>4.713.904</b>	<b>5.664.755</b>	<b>4.877.354</b>	<b>3.927.780</b>
<b>Ativo Circulante</b>	<b>3.919.843</b>	<b>3.360.515</b>	<b>3.395.922</b>	<b>2.921.990</b>	<b>4.069.970</b>	<b>3.567.127</b>	<b>2.895.585</b>
Caixa e Equivalentes de Caixa	599.141	617.465	412.170	280.306	423.128	173.117	328.865
Aplicações Financeiras	818.984	497.623	450.979	491.288	175.227	74.957	46.732
Contas a Receber	581.001	435.225	618.276	530.620	2.104.479	1.927.828	1.524.671
Estoques	1.596.743	1.353.092	1.472.738	1.251.362	1.068.762	1.264.657	849.799
Tributos a Recuperar	212.151	334.344	295.595	218.554	214.771	24.608	46.524
Despesas Antecipadas	0	0	0	0	0	0	0
Outros Ativos Circulantes	111.823	122.766	146.164	149.860	83.603	101.960	98.994
<b>Ativo Não Circulante</b>	<b>2.267.319</b>	<b>2.228.022</b>	<b>1.894.115</b>	<b>1.791.914</b>	<b>1.594.785</b>	<b>1.310.227</b>	<b>1.032.195</b>
Ativo Realizável a Longo Prazo	813.817	758.706	519.565	518.353	578.862	371.381	298.735
Tributos Diferidos	242.010	229.347	146.447	139.427	201.730	178.907	168.225
Investimentos	380.386	384.025	319.604	251.747	0	0	0
Imobilizado	560.067	578.571	566.193	540.444	575.185	489.938	358.841
Intangível	513.049	506.720	488.753	481.370	440.738	448.908	374.619
<b>PASSIVO TOTAL</b>	<b>6.187.162</b>	<b>5.588.537</b>	<b>5.290.037</b>	<b>4.713.904</b>	<b>5.664.755</b>	<b>4.877.354</b>	<b>3.927.780</b>
<b>Passivo Circulante</b>	<b>3.672.426</b>	<b>2.874.782</b>	<b>2.831.448</b>	<b>2.527.591</b>	<b>3.607.014</b>	<b>3.167.135</b>	<b>2.685.908</b>
Obrigações Sociais e Trabalhistas	188.390	153.903	167.423	166.585	139.537	121.596	116.525
Fornecedores	2.364.959	1.894.157	1.789.898	1.651.543	1.328.155	1.267.774	1.140.724
Obrigações Fiscais	40.132	30.605	44.595	41.664	80.174	49.324	39.438
Empréstimos e Financiamentos	838.016	568.350	591.443	425.227	317.198	129.671	108.758
Outros	155.639	159.363	139.465	152.734	1.715.961	1.571.616	1.267.232
Provisões	0	0	0	0	0	0	0
<b>Passivo Não Circulante</b>	<b>1.806.594</b>	<b>2.051.543</b>	<b>1.704.122</b>	<b>1.491.702</b>	<b>1.441.749</b>	<b>1.089.274</b>	<b>1.194.436</b>
Empréstimos e Financiamentos	1.010.760	1.254.960	1.120.184	895.053	918.766	581.664	666.115
Passivos com Partes Relacionadas	0	0	0	0	0	0	0
Outros	2.553	2.261	2.381	1.543	323.781	323.441	332.555
Tributos Diferidos	0	0	0	0	0	10.765	13.746
Provisões	284.126	243.412	265.691	245.882	199.202	173.404	182.020
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>708.142</b>	<b>662.212</b>	<b>754.467</b>	<b>694.611</b>	<b>615.992</b>	<b>620.945</b>	<b>47.436</b>

Fonte: B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO (2017).

## ANEXO G – DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS LOJAS AMERICANAS S.A.

Tabela 13 - Demonstração do Resultado do Exercício – Lojas Americanas S.A.

LOJAS AMERICANAS S.A.								
DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO (EM MILHARES DE REAIS)								
Conta	Descrição	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
3.01	Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	18.103.512	17.926.155	16.145.669	13.401.172	11.334.061	10.201.624	9.388.535
3.02	Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-12.703.942	-12.799.670	-11.308.805	-9.326.423	-7.939.683	-7.030.109	-6.458.754
3.03	Resultado Bruto	5.399.570	5.126.485	4.836.864	4.074.749	3.394.378	3.171.515	2.929.781
3.04	Despesas/Receitas Operacionais	-3.361.352	-3.191.743	-3.155.682	-2.623.834	-2.150.584	-2.030.942	-1.846.257
3.04.01	Despesas com Vendas	-2.421.179	-2.401.626	-2.476.609	-2.068.080	-1.671.841	-1.577.304	-1.434.750
3.04.02	Despesas Gerais e Administrativas	-798.084	-751.248	-579.748	-434.095	-360.509	-305.180	-139.584
3.04.03	Perdas pela Não Recuperabilidade de Ativos	-	-	-	-	-	-	-
3.04.04	Outras Receitas Operacionais	-	-	-	-	-	-	-
3.04.05	Outras Despesas Operacionais	-142.089	-38.869	-99.325	-121.659	-118.234	-148.458	-271.923
3.04.06	Resultado de Equivalência Patrimonial	-	-	-	-	-	-	-
3.05	Resultado Antes do Result. Finan. e dos Tributos	2.038.218	1.934.742	1.681.182	1.450.915	1.243.794	1.140.573	1.083.524
3.06	Resultado Financeiro	-2.153.690	-1.659.999	-1.248.931	-881.163	-786.569	-716.629	-606.365
3.06.01	Receitas Financeiras	892.728	777.411	579.159	380.339	352.244	410.009	285.315
3.06.02	Despesas Financeiras	-3.046.418	-2.437.410	-1.828.090	-1.261.502	-1.138.813	-1.126.638	-891.680
3.07	Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	-115.472	274.743	432.251	569.752	457.225	423.944	477.159
3.08	Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	143.300	-210.269	-77.041	-169.011	-145.132	-120.178	-152.958
3.08.01	Corrente	-202.936	-209.961	-196.472	-232.197	-189.722	-145.690	-119.747
3.08.02	Diferido	346.236	-308	119.431	63.186	44.590	25.512	-33.211
3.09	Resultado Líquido das Operações Continuadas	27.828	64.474	355.210	400.741	312.093	303.766	324.201
3.10	Resultado Líquido de Operações Descontinuadas	-	0	0	1.876	34.481	-	-
3.11	Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	27.828	64.474	355.210	402.617	346.574	303.766	324.201
3.11.01	Atribuído a Sócios da Empresa Controladora	211.657	250.249	427.832	462.891	410.193	340.438	309.625
3.11.02	Atribuído a Sócios Não Controladores	-183.829	-185.775	-72.622	-60.274	-63.619	-36.672	14.576

Fonte: B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO (2017).

Tabela 14 - Balanço Patrimonial – Lojas Americanas S.A. (em milhares de reais)

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
<b>ATIVO TOTAL</b>	<b>20.775.991</b>	<b>20.528.253</b>	<b>16.858.032</b>	<b>14.138.353</b>	<b>11.080.294</b>	<b>9.550.056</b>	<b>7.996.619</b>
<b>Ativo Circulante</b>	<b>11.680.716</b>	<b>12.281.139</b>	<b>10.093.028</b>	<b>8.991.570</b>	<b>7.354.002</b>	<b>6.772.293</b>	<b>5.851.663</b>
Caixa e Equivalentes de Caixa	523.436	1.326.147	951.819	424.020	183.514	131.504	162.428
Aplicações Financeiras	3.838.947	4.526.222	3.618.403	3.664.418	2.924.806	2.253.757	1.847.890
Contas a Receber	2.135.944	2.139.820	1.979.527	1.775.641	1.622.157	2.182.064	1.860.251
Estoques	3.688.057	3.445.605	2.897.069	2.473.266	1.884.234	1.456.898	1.429.537
Tributos a Recuperar	787.007	309.428	268.357	360.940	385.995	477.010	275.216
Despesas Antecipadas	76.381	99.954	40.019	35.282	19.995	24.624	21.877
Outros Ativos Circulantes	630.944	433.963	337.834	258.003	333.301	246.436	254.464
<b>Ativo Não Circulante</b>	<b>9.095.276</b>	<b>8.247.114</b>	<b>6.765.004</b>	<b>5.146.783</b>	<b>3.726.292</b>	<b>2.777.763</b>	<b>2.144.956</b>
Ativo Realizável a Longo Prazo	2.572.290	2.111.511	1.690.822	1.176.079	790.609	562.256	471.689
Tributos Diferidos	769.436	478.963	514.944	354.251	276.178	404.343	332.889
Outros Ativos Não Circulantes	1.753.030	1.580.899	1.125.333	766.709	459.124	84.642	74.922
Imobilizado	2.888.341	2.716.759	2.317.668	1.785.347	1.334.442	934.592	638.406
Intangível	3.634.644	3.418.844	2.756.513	2.185.357	1.601.241	1.280.915	1.034.861
<b>PASSIVO TOTAL</b>	<b>20.775.991</b>	<b>20.528.253</b>	<b>16.858.032</b>	<b>14.138.353</b>	<b>11.080.294</b>	<b>9.550.056</b>	<b>7.996.619</b>
<b>Passivo Circulante</b>	<b>7.472.811</b>	<b>7.618.062</b>	<b>6.547.473</b>	<b>5.480.314</b>	<b>4.904.392</b>	<b>4.565.564</b>	<b>4.444.963</b>
Obrigações Sociais e Trabalhistas	113.361	138.055	124.200	99.436	76.593	55.115	42.709
Fornecedores	4.546.482	5.316.533	4.628.643	3.953.213	2.920.066	2.369.740	2.355.521
Obrigações Fiscais	306.858	268.932	236.911	234.897	260.194	194.771	224.645
Empréstimos e Financiamentos	1.759.786	1.223.546	966.353	747.650	1.360.086	1.433.457	1.363.508
Outros	36.229	44.991	0	0	0	0	0
Provisões	595.088	530.632	464.356	310.722	169.557	416.296	370.901
<b>Passivo Não Circulante</b>	<b>10.148.048</b>	<b>9.966.586</b>	<b>7.262.278</b>	<b>7.169.555</b>	<b>5.006.597</b>	<b>3.826.064</b>	<b>3.000.978</b>
Empréstimos e Financiamentos	9.848.732	9.541.570	7.049.027	6.945.688	4.892.209	3.563.254	2.779.793
Outros	27.646	64.577	269	11.038	17.299	41.352	109.231
Tributos Diferidos	0	54.509	34.771	30.023	5.021	92.029	0
Provisões	271.670	305.930	178.211	182.806	92.068	129.429	111.954
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>3.155.132</b>	<b>2.943.605</b>	<b>3.048.280</b>	<b>1.488.484</b>	<b>1.169.305</b>	<b>1.158.428</b>	<b>550.678</b>

Fonte: B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO (2017).



## ANEXO H – DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS VIA VAREJO S.A.

**Tabela 15 - Demonstração do Resultado do Exercício – Via Varejo S.A.**

VIA VAREJO S.A. DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO (EM MILHARES DE REAIS)								
Conta	Descrição	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
3.01	Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	19.819.000	19.268.000	22.674.000	21.755.945	22.846.250	21.016.716	8.606.042
3.02	Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-13.113.000	-13.095.000	-15.319.000	-15.055.825	-16.497.841	-14.967.819	-6.702.279
3.03	Resultado Bruto	6.706.000	6.173.000	7.355.000	6.700.120	6.348.409	6.048.897	1.903.763
3.04	Despesas/Receitas Operacionais	-5.993.000	-5.466.000	-5.264.000	-4.462.755	-5.134.479	-5.198.673	-1.600.848
3.04.01	Despesas com Vendas	-4.814.000	-4.440.000	-4.557.000	-4.419.044	-3.734.558	-3.769.309	-1.251.585
3.04.02	Despesas Gerais e Administrativas	-630.000	-502.000	-531.000	-537.488	-925.874	-938.160	-245.219
3.04.03	Perdas pela Não Recuperabilidade de Ativos							
3.04.04	Outras Receitas Operacionais			20.000	854.719	54.759	24.230	114.042
3.04.05	Outras Despesas Operacionais	-362.000	-339.000	-199.000	-376.074	-528.352	-531.341	-230.885
3.04.06	Resultado de Equivalência Patrimonial	-187.000	-185.000	3.000	15.132	-454	15.907	12.799
3.05	Resultado Antes do Result. Finan. e dos Tributos	713.000	707.000	2.091.000	2.237.365	1.213.930	850.224	302.915
3.06	Resultado Financeiro	-776.000	-627.000	-679.000	-550.715	-677.390	-691.885	-415.271
3.06.01	Receitas Financeiras			357.000	263.915	180.674	256.178	34.338
3.06.02	Despesas Financeiras			-1.036.000	-814.630	-858.064	-948.063	-449.609
3.07	Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	-63.000	80.000	1.412.000	1.686.650	536.540	158.339	-112.356
3.08	IR e Contribuição Social sobre o Lucro	-32.000	-66.000	-474.000	-512.024	-214.381	-54.485	46.547
3.08.01	Corrente			-287.000	-188.001	-115.358	-121.446	-17.298
3.08.02	Diferido			-187.000	-324.023	-99.023	66.961	63.845
3.09	Resultado Líquido das Operações Continuadas	-95.000	14.000	938.000	1.174.626	322.159	103.854	-65.809
3.10	Resultado Líquido de Operações Descontinuadas			0	-30.107			
3.11	Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	-95.000	14.000	938.000	1.144.519	322.159	103.854	-65.809
3.11.01	Atribuído a Sócios da Empresa Controladora	-95.000	14.000	938.000	1.159.542	320.709	90.465	-63.157
3.11.02	Atribuído a Sócios Não Controladores			0	-15.023	1.450	13.389	-2.652

Fonte: B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO (2017).

Tabela 16 - Balanço Patrimonial – Via Varejo S.A. (em milhares de reais)

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
<b>ATIVO TOTAL</b>	<b>17.526.999</b>	<b>16.288.000</b>	<b>16.004.000</b>	<b>13.457.823</b>	<b>12.082.472</b>	<b>11.674.930</b>	<b>9.891.828</b>
<b>Ativo Circulante</b>	<b>10.708.000</b>	<b>10.671.000</b>	<b>10.717.000</b>	<b>8.984.634</b>	<b>8.512.511</b>	<b>8.401.963</b>	<b>7.760.630</b>
Caixa e Equivalentes de Caixa	4.030.000	5.580.000	4.448.000	3.508.878	2.581.134	1.425.768	1.352.290
Aplicações Financeiras	0	0	0	24.453	0	0	600.613
Contas a Receber	2.782.000	1.915.000	2.338.000	2.239.893	2.403.192	3.616.524	1.976.792
Estoques	3.054.000	2.578.000	2.984.000	2.335.994	2.697.498	2.688.139	2.403.546
Tributos a Recuperar	581.000	296.000	486.000	579.009	614.924	449.408	558.517
Despesas Antecipadas	23.000	33.000	0	46.663	29.334	39.547	132.362
Outros Ativos Circulantes	238.000	269.000	461.000	249.744	186.429	182.577	736.510
<b>Ativo Não Circulante</b>	<b>6.818.999</b>	<b>5.617.000</b>	<b>5.287.000</b>	<b>4.473.188</b>	<b>3.569.961</b>	<b>3.272.967</b>	<b>2.131.198</b>
Ativo Realizável a Longo Prazo	3.980.000	3.008.000	2.107.000	1.836.858	2.327.130	2.157.089	1.134.751
Tributos Diferidos	295.000	286.000	87.000	349.891	698.119	793.758	736.420
Outros Ativos Não Circulantes	2.954.000	2.216.000	1.524.000	1.044.093	1.179.988	820.480	203.159
Investimentos	144.000	122.000	809.000	669.312	92.483	97.020	95.336
Imobilizado	1.438.000	1.407.000	1.313.000	1.149.500	1.027.349	911.914	777.513
Intangível	1.257.000	1.080.000	1.058.000	817.519	122.999	106.944	123.598
<b>PASSIVO TOTAL</b>	<b>17.526.999</b>	<b>16.288.000</b>	<b>16.004.000</b>	<b>13.457.823</b>	<b>12.082.472</b>	<b>11.674.930</b>	<b>9.891.828</b>
<b>Passivo Circulante</b>	<b>12.057.000</b>	<b>9.468.000</b>	<b>9.719.000</b>	<b>7.809.434</b>	<b>7.439.341</b>	<b>6.877.477</b>	<b>5.317.027</b>
Obrigações Sociais e Trabalhistas	477.000	465.000	395.000	314.612	312.365	382.974	290.245
Fornecedores	5.618.000	3.783.000	4.132.000	3.149.899	3.132.545	2.857.469	2.381.450
Obrigações Fiscais	600.000	489.000	503.000	528.378	461.042	240.303	272.427
Empréstimos e Financiamentos	3.532.000	2.679.000	3.409.000	3.055.807	2.791.834	2.858.730	1.630.638
Outros	1.642.000	1.957.000	1.210.000	298	0	0	0
Provisões	0	0	0	706.319	627.029	505.408	443.028
<b>Passivo Não Circulante</b>	<b>2.662.000</b>	<b>2.574.000</b>	<b>1.570.000</b>	<b>1.697.586</b>	<b>1.647.543</b>	<b>2.121.938</b>	<b>2.005.920</b>
Empréstimos e Financiamentos	407.000	580.000	297.000	906.732	999.255	1.502.201	1.597.566
Outros	1.334.000	1.188.000	701.000	415.169	480.204	459.045	286.380
Tributos Diferidos	14.000	27.000	3.000	3.171	3.384	0	12.477
Provisões	906.000	779.000	569.000	372.514	164.700	160.075	109.515
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>2.808.000</b>	<b>4.246.000</b>	<b>4.715.000</b>	<b>3.950.803</b>	<b>2.995.588</b>	<b>2.675.515</b>	<b>2.568.881</b>

Fonte: B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO (2017).